

BANCO DE ESPAÑA

INFORME ANUAL 1973

JULIO 1974

Entidades de financiación de ventas a plazos

Balance conjunto

Millones de pesetas

ACTIVO	Saldos a 31 de diciembre					
	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Tesorería	332	266	148	338	615	819
Caja	142	1	»	1	1	11
Banco	189	264	147	336	613	807
Letras y otros efectos timbrados	1	1	1	1	1	1
Cartera	3.709	4.131	4.433	4.306	5.542	8.905
Efectos en cartera	1.028	1.247	1.388	1.127	1.206	1.623
Efectos descontados pendientes vencimiento	2.681	2.884	3.045	3.179	4.336	7.282
Deudores	102	139	215	168	259	229
Diversas	1	—	—	58	5	9
Inmovilizaciones	183	179	181	190	198	203
Gastos constitución y primer establecimiento	22	16	15	21	24	27
Mobiliario e instalaciones	32	33	32	36	36	38
Máquinas de oficina	5	5	8	8	9	10
Finanzas	—	»	»	—	—	—
Inmuebles	124	124	126	125	128	127
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	4.328	4.717	4.978	5.060	6.619	10.165
PASIVO						
Capital y reservas	1.022	1.044	1.054	1.293	1.557	1.766
Capital escriturado	1.400	1.400	1.400	1.600	1.700	1.950
Capital pendiente desembolso	— 450	450	— 450	— 450	— 300	— 350
Reservas	72	93	104	119	129	140
Beneficios ejercicios anteriores	—	»	—	24	28	26
Provisiones y fondos	345	384	473	351	500	706
Fondos de amortización	19	18	26	34	38	45
Provisión fallidos	37	56	51	64	54	50
Provisiones varias	2	29	26	32	59	34
Ingresos netos financiación ejercicios futuros	287	281	370	221	349	577
Bancos	2.801	3.104	3.265	3.193	4.336	7.282
Por efectos descontados	2.681	2.884	3.045	3.178	4.336	7.282
Créditos	120	220	220	15	—	—
Acreedores	33	47	58	46	71	151
Compañías seguros, contratación c/ clientes	1	2	2	1	3	5
Prestatarios operaciones pendientes de pago	6	6	13	—	—	—
Cargas sociales y fiscales a pagar	18	7	21	22	26	12
Acreedores varios	7	32	22	22	42	134
Diversas	22	21	25	142	78	113
Resultados netos del ejercicio	104	115	104	35	77	147

FUENTE: Hasta 1970, Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo; para los años posteriores, Banco de España.

SIGNOS UTILIZADOS

... Dato no disponible.

— Cantidad igual a cero inexistencia del fenómeno considerado.

» Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

Ø Colocado detrás de un año (1960 Ø) indica que la cifra correspondiente es la media de los datos mensuales de dicho período.

(a) Notas al pie de los cuadros.

p Antepuesta a una cifra, indica que ésta es provisional.

T_1^3 Tasa de crecimiento de la media móvil trimestral de cada mes con relación a la media móvil trimestral del mes anterior, convertida en tasa anual.

INDICE

CAPITULO I

	Págs.
LA ECONOMIA INTERNACIONAL.....	9
I. La inflación mundial	10
I.1. El auge de los países industrializados.....	12
I.2. Los precios de los productos primarios.....	18
I.2.1. Los precios de los productos alimenticios.....	19
I.2.2. Los precios de otras materias primas.....	20
I.3. Los factores monetarios en la inflación internacional.....	25
II. Los ajustes de las balanzas de pagos	25
III. La evolución de los tipos de cambio	29
IV. La evolución de la peseta en la escena monetaria internacional	36
V. La crisis del petróleo	44
VI. La reforma del sistema monetario internacional	53

CAPITULO II

EVOLUCION GENERAL DE LA ECONOMIA EN 1973.....	57
I. Introducción	57
II. Producción y empleo	59
II.1. El sector agrario.....	62
II.2. El sector industrial.....	70
II.3. El sector construcción.....	73
III. Evolución de la demanda	75
III.1. Inversión.....	76
III.2. Consumo privado.....	82
III.3. Exportaciones.....	84
IV. Precios y costes	84
IV.1. La política anti-inflacionista.....	91
V. El sector público	96
V.1. El presupuesto de 1973.....	96
V.2. La política fiscal.....	101
VI. Sector exterior: La balanza por cuenta corriente	104
VI.1. Importaciones.....	104
VI.2. Exportaciones.....	110
VI.3. Balanza de servicios y transferencias.....	113

CAPITULO III

LA POLITICA MONETARIA.....	115
1. Objetivos de la política monetaria y evolución de las disponibilidades líquidas.....	115
2. El proceso de creación de las disponibilidades líquidas.....	119
3. El proceso de expansión del sistema bancario.....	125

	Pags.
4. Evolución de los activos líquidos del sistema bancario.....	131
5. La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja y los depósitos obligatorios..	147
6. La política de tipos de interés.....	150
7. La demanda bancaria de excedentes de liquidez y el proceso de expansión.....	153
8. Regulación legal de los instrumentos de la política monetaria.....	165

CAPITULO IV

LA EVOLUCION FINANCIERA.....	183
I. El sistema crediticio.....	183
I.1. Evolución de los recursos del sistema crediticio.....	184
I.2. Los activos del sistema.....	190
I.3. Aspectos institucionales.....	194
I.3.1. Recursos de los principales grupos de entidades crediticias.....	194
I.3.2. Trasvases de fondos entre instituciones financieras.....	197
I.3.3. Inversiones de las entidades de crédito.....	203
I.3.4. Los circuitos privilegiados.....	207
I.4. Otras entidades crediticias.....	215
II. El mercado de valores.....	217
II.1. El mercado de emisiones.....	218
II.1.1. Las emisiones públicas.....	219
II.1.2. Las emisiones privadas.....	221
II.2. La colocación de emisiones.....	225
II.3. La política de emisiones.....	227
II.3.1. Títulos de renta fija.....	227
II.3.2. Títulos de renta variable.....	229
II.4. El mercado secundario.....	230
II.5. Actuación de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.....	234
III. La financiación de los sectores.....	237
III.1. La actividad financiera del sector público.....	238
III.2. Flujos financieros con el exterior.....	242
III.3. La financiación del sector privado.....	246

CAPITULO V

LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1974.....	249
1. Los efectos de la crisis del petróleo.....	249
2. La política compensatoria.....	252
3. La evolución de la economía en el primer cuatrimestre de 1974.....	258
4. La política fiscal y la política monetaria.....	271
APENDICE ESTADISTICO.....	285

CAPITULO I

LA ECONOMIA INTERNACIONAL

La economía internacional ha registrado en el año 1973 una compleja gama de acontecimientos, cuya significación excede, en muchos casos, del ámbito estrictamente coyuntural y cuyas consecuencias persistirán, sin duda, durante un largo periodo de tiempo.

El año se abrió bajo el signo del desequilibrio en los pagos internacionales, que distaba de haber encontrado una corrección adecuada en la reestructuración de paridades acordada durante los últimos días del mes de diciembre de 1971. La nueva crisis monetaria, que culminó en el cierre de los mercados de cambios en el mes de febrero, condujo a un nuevo realineamiento de los tipos de cambios centrales y a una segunda devaluación del dólar, en tanto que algunas monedas, como la libra esterlina, la lira italiana, el franco suizo, el dólar canadiense y el yen japonés, optaban por una política de libre flotación que permitiera al mercado establecer su valor en el contexto de la nueva estructura de los cambios. Esta parecía capaz de restaurar el equilibrio de los pagos internacionales y, especialmente, de la balanza de pagos de los Estados Unidos en una perspectiva a plazo medio. Sin embargo, la persistente inquietud de los mercados y el temor a nuevas perturbaciones durante el inevitable período de transición hacia un nuevo equilibrio indujeron a los países de la C. E. E., con excepción del Reino Unido e Italia, a adoptar una política de flotación conjunta de sus monedas frente al dólar —a la que se sumaron Noruega y Suecia—.

La falta de confianza de los mercados, acentuada por los problemas políticos internos de los Estados Unidos, condujo a una fuerte depreciación del dólar en su flotación frente a las monedas europeas a partir del mes de mayo. Pero la balanza de pagos americana había comenzado a registrar ya una mejoría sustancial, confirmada a medida que transcurría el año, y así, el dólar inició en el mes de agosto una notable recuperación, acentuada, desde los últimos días de octubre, por la distinta incidencia sobre uno y otro lado del Atlántico de la nueva política de suministros y precios del petróleo, iniciada por los países árabes. Al finalizar el año, la moneda americana había recuperado las posiciones perdidas en los meses anteriores y se situaba, frente a las monedas europeas, aproximadamente al nivel medio efectivo resultante de la devaluación del mes de febrero.

El año 1973 había presenciado así un notable avance en la resolución del problema de los pagos internacionales heredado del pasado: el dólar aparecía fortalecido en los mercados, las cuentas exteriores americanas habían registrado una intensa evolución hacia el equilibrio y, aunque las negociaciones para la reforma del sistema monetario internacional avanzaban

con lentitud, la mayor disposición de los países a aceptar modificaciones oportunas de los tipos de cambio en situaciones de desequilibrio estaba facilitando la transición hacia un orden monetario más flexible. La mayor tranquilidad en el ámbito de los pagos internacionales fue bruscamente interrumpida, sin embargo, por la formidable elevación del precio del petróleo por los países productores al concluir el año. La flotación generalizada de monedas —a la que vinieron a sumarse, en los primeros días de 1974, el franco francés (abandonando la «serpiente» comunitaria) y la peseta— facilitó la absorción inicial del nuevo impacto, reduciendo a un mínimo las perturbaciones monetarias que hubieran podido producirse en otro caso; pero la economía mundial quedaba enfrentada con un gravísimo problema de desequilibrio en los pagos entre países consumidores y países productores de petróleo. Al mismo tiempo, el fortísimo encarecimiento de los productos petrolíferos venía a incidir sobre el intenso proceso de inflación, que había sido protagonista de la escena económica internacional a lo largo de 1973, e introducía importantes elementos de recesión mundial que iban a sumarse a los derivados de las políticas anti-inflacionistas desarrolladas por las autoridades y del propio agotamiento de la expansión cíclica.

El año 1973 ha sido testigo, en definitiva, de una situación rápidamente cambiante en la economía internacional, en la que los acontecimientos se han sucedido con excepcional rapidez por comparación a cualquier otro período desde la Segunda Guerra Mundial. Fue un año caracterizado por un gran auge económico a nivel mundial, acompañado de intensas tensiones inflacionistas y de un notable aumento del volumen y valor de los intercambios internacionales; las condiciones de oferta y demanda de numerosos productos primarios registraron alteraciones drásticas —transitorias, unas veces; permanentes, otras—, que modificaron sustancialmente la estructura de los precios relativos mundiales y los términos comerciales y las relaciones reales de intercambio en el plano internacional; los mercados financieros y de divisas registraron también cambios sustanciales en su funcionamiento y sus tendencias, y, finalmente, la crisis del petróleo abrió un nuevo período sembrado de riesgos en el que los distintos países, afectados en grados muy diversos, habrán de afrontar importantes desequilibrios en los pagos exteriores y combatir, de un lado, los importantes elementos recesivos de la situación y, de otro, la insostenible inflación mundial heredada del pasado y acentuada ahora por las repercusiones del alza de los crudos de petróleo.

I. LA INFLACION MUNDIAL

A lo largo de 1973 se han consolidado y acentuado gravemente las tensiones inflacionistas mundiales, que se han traducido en unos avances de los precios desconocidos en los últimos años. Estos se han registrado tanto en los precios de los bienes internacionalmente comerciados como en los de bienes no sujetos al comercio entre naciones. De acuerdo con los datos estimados por el Fondo Monetario Internacional, el deflactor del comercio mundial, medido en dólares, que fue del 10 por 100 en 1972, ha sido del 20 por 100 en 1973. Si bien esta cifra resulta

abultada por la devaluación del dólar del mes de febrero, los deflatores del comercio mundial en términos de Derechos Especiales de Giro, que han sido, respectivamente, del 11 por 100 en 1973 y el 9,1 por 100 en 1972, frente al 5,7 por 100 en 1971 y al 5,6 por 100 en 1970, resultan también muy elevados. Al mismo tiempo, los índices de precios de los diversos países han aumentado de manera incluso más notable durante el año.

El cuadro I-1 recoge la evolución del índice del coste de la vida en los países de la O. C. D. E. Como puede verse, la tasa de inflación de los precios de consumo se ha acelerado desde 1972 a 1973 prácticamente en todos ellos. Ocho de los 21 países del grupo presentan tasas de inflación superiores al 10 por 100 anual. Las informaciones disponibles para los países en vías de desarrollo indican que también éstos han sufrido, en general, una aceleración en el ritmo de aumento de sus precios en la segunda mitad de 1972 y a lo largo de 1973. Así, pues, puede afirmarse que se ha registrado un intenso proceso de inflación a nivel mundial reflejado no solo en los índices de precios al consumo interior de cada uno de los países, sino también en los precios de la mayor parte de los bienes que se hallan sujetos al comercio internacional. La generalización del actual fenómeno inflacionista es un rasgo tan destacado o más que las elevadas tasas de aumento de precios que caracterizan al mismo.

Las peculiaridades de tal proceso inflacionista son el resultado de la articulación de una gama compleja de factores. Cabe señalar, en primer lugar, una mayor sincronización de las fluctuaciones cíclicas en los últimos años, que ha hecho que los países industriales, con Estados Unidos y Japón a la cabeza, seguidos en muy pocos meses por la mayor parte de los países europeos, se adentrasen, hacia mediados de 1972, en un auge cíclico que alcanzó gran intensidad durante los seis u ocho primeros meses de 1973. Actuaron en este proceso sincrónico, por una parte, elementos meramente aleatorios y, por otra parte, el despliegue simultáneo en casi todos los países de políticas económicas fuertemente expansivas orientadas a combatir la recesión precedente e intensificadas por la resistencia al descenso mostrada por los niveles de paro. Tales impulsos expansivos se vieron, además, favorecidos por el formidable aumento registrado en la liquidez internacional desde finales de 1970, como consecuencia del déficit de la balanza de pagos americana y de otros factores concomitantes. La acumulación de fuertes superávits exteriores en numerosos países ejerció un efecto expansivo sobre las magnitudes

CUADRO I-1

Indice del coste de la vida
en los países de la O. C. D. E.

	Tasa media de crecimiento anual		
	1971	1972	1973
Canadá	2,9	4,8	7,6
Estados Unidos	4,3	3,3	6,2
Japón	6,1	4,5	11,7
Australia	6,1	5,8	9,8
Francia	5,5	5,9	7,3
Alemania	5,2	5,8	6,9
Italia	4,8	5,7	10,8
Gran Bretaña	9,4	7,1	9,2
Bélgica	4,3	5,5	6,7
Holanda	7,6	7,8	8,0
Dinamarca	5,8	6,6	9,3
Irlanda	8,9	8,7	11,0
Austria	4,7	6,3	7,5
Finlandia	6,1	7,4	11,9
Grecia	3,0	4,4	15,4
Noruega	6,2	7,2	7,4
Suecia	7,4	6,4	6,3
Suiza	6,6	6,7	8,9
Portugal	12,0	10,7	12,8
Turquía	19,0	15,1	13,8
España	8,3	8,3	11,6

FUENTE: O. C. D. E.

monetarias interiores y alejó transitoriamente las restricciones derivadas de posibles desequilibrios de balanza de pagos.

Al tiempo que el generalizado auge de los países industriales impulsaba un aumento notable de la demanda mundial de materias primas y energía, diversos acontecimientos de índole diferente, desde sequías en extensas zonas geográficas hasta acuerdos de revisión de precios de productos energéticos, tendieron a desequilibrar fuertemente los mercados internacionales de alimentos y materias primas, aumentando la alta demanda ya existente en algunos de estos productos y recortando ofertas tradicionales de otros.

1.1. El auge de los países industrializados.

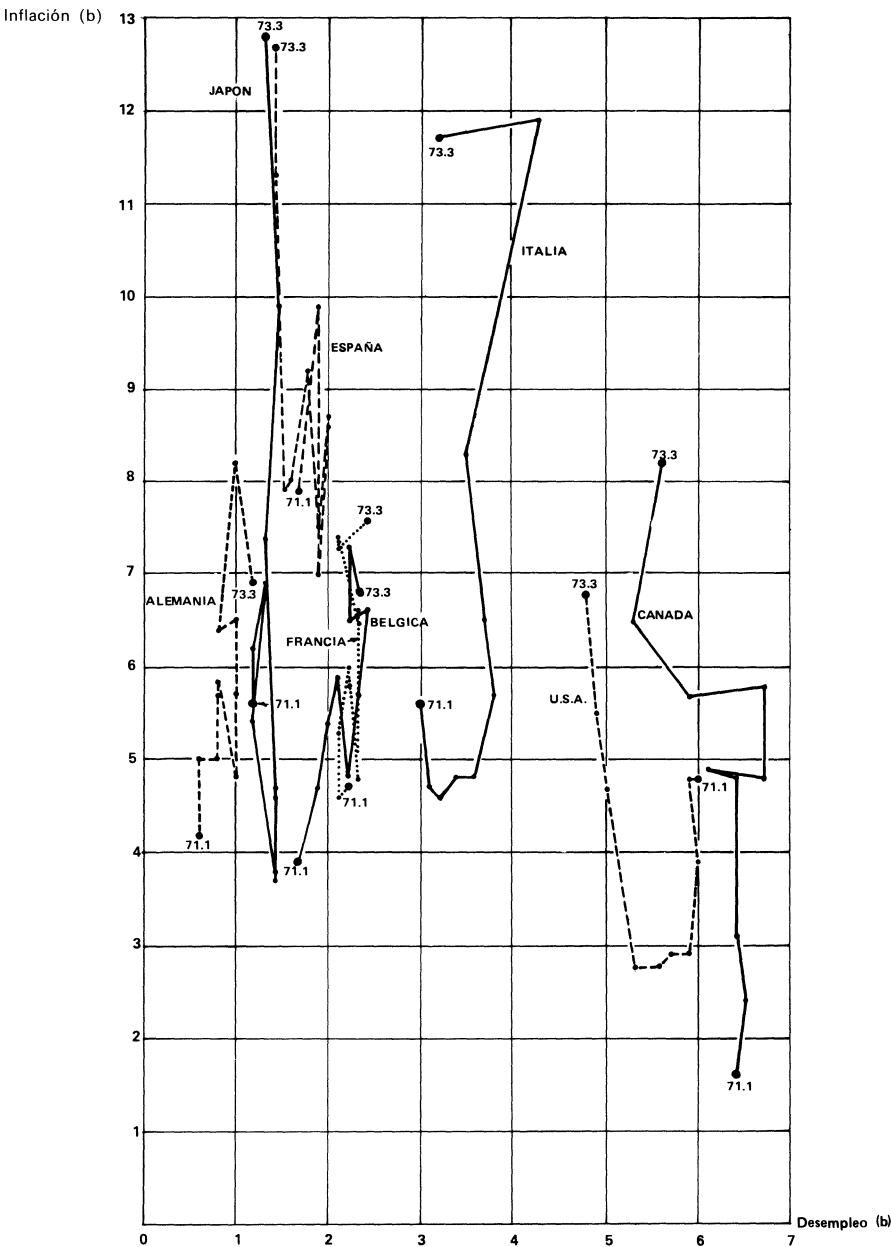
Como ya se ha indicado, una de las características más sobresalientes en la coyuntura económica de los países industrializados durante el último período ha sido el paralelismo de los movimientos de las demandas respectivas, cuyo fortísimo auge parece haber alcanzado su punto de flexión en la segunda mitad del pasado año. En la mayor sincronización de dichos movimientos intervinieron no solo un conjunto de circunstancias reales coincidentes, sino también la mayor convergencia en los puntos de vista de los diversos Gobiernos sobre las políticas monetarias, y fiscal a seguir en el corto plazo.

Por lo que se refiere al primer tema —la coincidencia de circunstancias reales en la coyuntura económica de los países industriales—, la O. C. D. E. señala que, para el conjunto de sus países miembros, el grado de recesión medido por la diferencia entre el producto nacional potencial y el efectivo de cada uno de ellos era en 1971 el más alto registrado desde el año 1961. Aunque en los Estados Unidos y Japón esta diferencia era bastante más acusada que en los países europeos, lo cierto es que, para el conjunto de los países considerados, cabe hablar de la simultaneidad de una severa recesión en el año 1971 y principios de 1972.

El gráfico I-1, que recoge la evolución de las tasas de desempleo y del aumento de los precios de consumo en un grupo destacado de países, por trimestres, entre 1971-1973, permite apreciar, por otra parte, el interesante comportamiento de la relación precios/desempleo en el período. El mantenimiento o el aumento de las tasas de desempleo durante la fase de recesión no fueron acompañados de la previsible desaceleración en el ritmo de avance de los precios de consumo. Y cuando las autoridades económicas de los países industrializados comenzaron a tomar medidas de carácter expansivo a lo largo de 1971 y los primeros meses de 1972 (con Estados Unidos y Japón a la cabeza, seguidos más tarde por Europa), los ritmos de crecimiento de los precios tendieron a acelerarse con prontitud, pero las tasas de desempleo mostraron una notable resistencia a la baja. En efecto, los porcentajes de paro no comenzaron a descender en los Estados Unidos hasta la segunda parte de 1972 y solo a finales de ese año y, sobre todo, en los primeros meses de 1973, se advirtió un descenso de los mismos en Japón, Canadá y los países europeos.

GRAFICO I-1

Desempleo e inflación en algunos países industrializados (a)



(a). Las cifras de las curvas indican el año y trimestre correspondiente al principio y final del período.
(b). Tasa de incremento de un trimestre sobre el mismo período del año anterior.
Fuentes: O.C.D.E. y Banco de España.

Esta notable rigidez a la baja del desempleo —cualesquiera que fueran las razones de la misma (1)— indujo, sin duda, a los distintos Gobiernos a adoptar medidas de política monetaria y fiscal de carácter más expansivo que el que hubiera tenido en otro caso. Por otra parte, la inclinación de las preferencias de los gobernantes en favor de la lucha contra el desempleo, relegando a un segundo plano el problema de la estabilidad de los precios, se vio favorecida por el menor coste de la inflación interna en términos de pérdida de competitividad de las exportaciones nacionales, en vista de la rápida expansión de la ola inflacionista a nivel mundial y de la mayor flexibilidad potencial de la política de tipos de cambio desde agosto de 1971.

El comienzo del auge cíclico de los países industriales debe localizarse especialmente en los Estados Unidos. La recesión norteamericana tocó fondo en los primeros meses de 1971, no obstante lo cual éste fue todavía un año de recuperación notablemente lenta, solo acelerada en el último trimestre del mismo. El año 1972 registró, sin embargo, un fuerte incremento del nivel de actividad, que se tradujo en un aumento de la producción industrial en un 9 por 100 y del P. N. B. en un 6,4 por 100, en términos reales. No es preciso insistir en lo elevado de estas tasas de crecimiento en una economía tan desarrollada como la norteamericana, explicables tan solo por el gran margen de capacidad inutilizada de que disponía al finalizar el año 1971 (2). Desde los últimos meses de 1970 hasta principios de 1972, el tipo de descuento aplicado por la Reserva Federal había bajado en siete ocasiones diferentes, pasando del 6 por 100 hasta el 4,5 por 100, que prevaleció durante todo el año 1972; a partir de agosto de 1971, y con la primera devaluación del dólar, otra serie de medidas monetarias y fiscales tendieron también —como la devaluación misma en menor medida, habida cuenta de la modesta importancia del sector exterior en la economía norteamericana— a impulsar la expansión de la demanda.

En Europa, sin embargo, los primeros meses de 1972 estuvieron todavía caracterizados por la lenta marcha de la actividad económica y por niveles de paro relativamente elevados. El descenso de los tipos de interés oficiales se había iniciado ya en la segunda mitad de 1970 y los primeros meses de 1971. En la primavera de 1972, las tasas de descuento de la mayor parte de los países europeos habían alcanzado las cotas de finales de 1968, antes de la gran subida de los tipos practicados en los mercados de Eurodólares. Al mismo tiempo, los años 1971 y 1972 fueron una época de grandes superávits de balanza básica de estos países (y también de entradas netas de capitales a corto plazo), cuya repercusión sobre las magnitudes monetarias fue escasamente contrarrestada dada la falta de impulso de la demanda interior.

- (1) Entre las cuales, en muchos casos, no estaban ausentes las puramente demográficas y estructurales, aunque tampoco debe descartarse el papel jugado por la extensión, durante el proceso, de las expectativas inflacionistas en los mercados de trabajo.
- (2) Baste recordar que en la década de los años 60, el crecimiento medio del P. N. B., en términos reales, de los Estados Unidos fue tan solo del 3,9 por 100.

En la segunda mitad de 1972, y en parte como consecuencia de este conjunto de medidas de política económica, era patente el intenso auge en la mayor parte de los países industrializados. Como puede verse en el cuadro I-2, las tasas de crecimiento del P. N. B. se aceleraron en los primeros seis meses de 1973 —con la excepción de Italia, donde las huelgas registradas durante el primer trimestre del año tuvieron un importante impacto en el perfil del crecimiento del producto a lo largo del mismo—. Fue precisamente en esta época, que coincidió con las más agudas tensiones de precios en los mercados internacionales, cuando el auge de los países industrializados alcanzó su punto culminante. Como puede verse, la tasa de crecimiento estimada para el segundo semestre del año 1972 es muy inferior a la del primero, mostrando los signos de una rápida desaceleración del ritmo de avance de la actividad económica que hay que atribuir, en parte, al simple hecho de haber alcanzado las economías el techo del pleno empleo en muchos casos y, en parte, a la incidencia de las medidas anti-inflacionistas que comenzaron a adoptar los Gobiernos ante el desbordamiento de las alzas de precios.

Así, pues, aunque el año 1973 presenció el punto de inflación cíclico para el conjunto de los países industrializados, éstos registraron durante el mismo una fuerte expansión económica, con tasas de crecimiento del P. N. B., en términos reales, superiores en la mayoría de los casos a las del año anterior y situadas por encima de las tasas medias registradas en el último decenio —especialmente en los casos de Estados Unidos y Gran Bretaña—. La tendencia a la desaceleración de los ritmos de incremento de la demanda y el nivel de actividad observada en la segunda mitad de 1973 hubiera tendido a acentuarse en 1974, ejerciendo simultáneamente una acción moderadora sobre las tasas de inflación. Sin embargo, la crisis del petróleo vino a incidir bruscamente sobre estas expectativas en los últimos meses del año, acentuando los factores de recesión e introduciendo un nuevo e intenso factor de alza de los precios de cara a 1974.

En los Estados Unidos, el motor del auge lo constituyó la demanda de inversión, a la que hay que añadir el comportamiento imprevisible de los consumidores, que, antes de las restricciones de rentas contractuales que trajo consigo la llamada Fase II del Programa de control de precios y rentas, reaccionaron disminuyendo considerablemente la propensión media al ahorro. Más tarde se hicieron sentir los efectos de la devaluación del dólar, generando un nuevo elemento de presión de la demanda a través del crecimiento de las exportaciones. El auge alcanzó su punto máximo en el primer semestre de 1973, período en el que la tasa anual de avance del P. N. B., en términos reales, alcanzó un 6,9 por 100, mientras el incremento de la producción industrial se situaba en un 9,9 por 100. Pero también los precios mostraron un fuerte dinamismo en los primeros meses del año, tras el paso, en el mes de enero, a la Fase III del Programa de control de precios y rentas, por el cual, y con excepción de algunos productos, los precios y salarios pasaban a un sistema de autocontrol desde el de regulación obligatoria pública que había caracterizado la Fase II del Programa. Esta aceleración del proceso inflacionista, especialmente fuerte en el sector de alimentos, llevó a las autoridades americanas a adoptar, en la primavera, unas políticas fiscal y monetaria más restrictivas, al tiempo que se entraba en una nueva fase de control obligatorio de precios y rentas en el mes de junio. La

Crecimiento del P. N. B. en términos reales en algunos países industriales

	Tasas anuales y semestrales elevadas a tasas anuales						
	1971	1972	1973	1972 I	1972 II	1973 I	1973 II
Canadá.....	5,8	5,8	7,0	4,9	5,3	9,2	4,5
Estados Unidos.....	2,7	6,1	5,9	7,3	7,3	6,9	2,6
Japón.....	6,4	9,6	10,4	9,0	13,8	12,2	3,3
Francia.....	5,5	5,5	6,2	4,9	5,6	6,5	6,0
Alemania.....	2,7	3,0	6,2	5,8	1,3	11,2	1,5
Italia.....	1,6	3,5	5,2	2,2	4,7	3,0	10,0
U. K.....	2,7	3,0	6,7	1,3	7,5	8,4	3,0
Australia.....	4,1	2,4	6,0	...	...	...	...
Bélgica.....	3,7	4,9	6,0	...	...	...	...
Holanda.....	4,5	4,4	4,0	...	...	...	...
Dinamarca.....	...	5,0	4,5	...	...	...	...
Irlanda.....	3,1	3,0	6,0	...	...	...	...
Austria.....	5,6	6,4	6,0	...	...	...	...
Finlandia.....	2,5	6,8	6,0	...	...	...	...
Noruega.....	5,5	4,3	4,0	...	...	...	...
Suecia.....	—	2,1	4,2	...	...	...	...
España.....	4,6	8,2	7,9	...	...	...	...

FUENTE: O. C. D. E. y Banco de España.

segunda parte del año presenció una clara desaceleración del crecimiento de la demanda y la actividad económica, debida, en parte, al propio agotamiento del auge y, en parte, a las medidas restrictivas de las autoridades. La tasa anual de crecimiento del P. N. B., en términos reales, durante este segundo semestre, fue tan solo del 2,6 por 100 y con un perfil decreciente entre el tercer y cuarto trimestres. Por ello, las restricciones monetarias y fiscales comenzaron a suavizarse a partir del mes de octubre y continuaron haciéndolo en los meses siguientes, cuando la crisis del petróleo introdujo importantes elementos adicionales de recesión que señalaban hacia un estancamiento de la producción en 1974.

La economía de Canadá ha seguido de cerca, como es usual, la evolución de la coyuntura económica de su vecino. Con una demanda vigorosa, especialmente en la inversión de viviendas y en los gastos de consumo, y favorecida por una mejora en la relación real de intercambio con el resto del mundo, Canadá ha registrado una tasa de crecimiento del 7 por 100 en su P. N. B., en términos reales, durante el año, aunque el porcentaje de paro solo comenzó a ceder en la primavera de 1973, desde los niveles máximos que arrastró durante 1971 y 1972. Las tensiones inflacionistas se han acelerado también durante el pasado año y tanto la política monetaria como la política fiscal han sido en la segunda parte del año menos expansivas que en el período anterior. Sin embargo, el hecho de que el P. N. B., en términos reales, estuviera avanzando en el segundo semestre del año a una tasa que era la mitad de la registrada en el primer semestre (4,5 por 100 frente a 9,2 por 100) y la mejora esperada en su situación exterior durante los próximos meses, como consecuencia del alza de los precios de las materias primas, han detenido la actuación de las autoridades económicas, sin que pueda

decirse que el Gobierno haya adoptado en ningún momento una política económica de signo abiertamente restrictivo.

Japón registró en 1973 un crecimiento del P. N. B., en términos reales, del 10,4 por 100. La aceleración del ritmo de actividad tuvo su momento máximo en el primer semestre del año, cuando la tasa real de crecimiento del P. N. B. se situó en torno a un 12,2 por 100 y la producción industrial avanzó a ritmos del 23,4 por 100. Tan intenso auge hubo de generar intensas presiones en el mercado de trabajo, siempre poco fluido por las características de la política de empleo seguida por las empresas japonesas, y los estrangulamientos productivos se multiplicaron en el sistema. El resultado fue un violento proceso inflacionista, que situaba la tasa de inflación al nivel de un 19,1 por 100 en el mes de diciembre, con relación al mismo mes del año anterior, al tiempo que la balanza de pagos por cuenta corriente mostraba un acusado empeoramiento. Todo ello llevó a las autoridades japonesas a adoptar, a lo largo del año, sucesivas medidas restrictivas en materia de política monetaria, que llevaron el tipo de descuento al nivel, sin precedentes, del 9 por 100, en el mes de diciembre, y a introducir una tónica más restrictiva en la política fiscal. Durante el segundo semestre del año, la tasa de crecimiento del P. N. B., en términos reales, fue solamente del 3,3 por 100; pero la crisis del petróleo, con sus repercusiones inflacionistas, y el hecho de ser Japón uno de los países más adversamente afectados por dicha crisis, han llevado a las autoridades a mantener el tono restrictivo de su política económica.

Los mismos rasgos básicos se han registrado en la evolución de la coyuntura económica en la mayor parte de los países europeos durante 1973. Para el conjunto del año, puede hablarse de una fuerte expansión: solamente en los países nórdicos y Holanda se han estimado tasas de crecimiento del P. N. B., en términos reales, inferiores al 5 por 100, aunque superiores al 4 por 100 en todos los casos; el Reino Unido, Francia y Alemania, entre los países más importantes, y Austria, Bélgica, Finlandia, Islandia y España, entre los de menor magnitud económica, han registrado tasas de crecimiento del 5,5 por 100 o superiores; incluso Italia ha reforzado considerablemente su tasa de expansión, a pesar de los disturbios laborales en la primera parte del año.

En la mayor parte de estos países, el componente más dinámico de la demanda fue la inversión en capital fijo, aunque en algunos de ellos, como el Reino Unido, se registró un importante aumento del consumo privado, y en otros, como la República Federal Alemana, desempeñaron un papel expansivo importante las exportaciones. La fase máxima del auge coincidió, en general, con el primer semestre de 1973, cuando el P. N. B., en términos reales, estaba creciendo a tasas del 11 por 100, en Alemania; del 9 por 100, en el Reino Unido, y del 7 por 100, en Francia; pero también fue general la tendencia a una aceleración de la tasa de inflación desde los últimos meses de 1972 y ello obligó a las autoridades a adoptar políticas económicas de signo más restrictivo, pese a que la reducción del empleo, a lo largo del auge, ha sido —con la excepción, tal vez, del Reino Unido— relativamente moderada. A partir del verano de 1973, Francia impuso límites estrictos al crecimiento del crédito bancario. En la República Federal

Alemania se introdujo un plan de estabilización en el mes de mayo, que comprendía medidas monetarias y fiscales de signo restrictivo, y también se adoptaron políticas restrictivas de cierta importancia en Holanda, Suecia y Suiza. Como consecuencia de estas políticas, y del propio agotamiento del auge, el segundo semestre de 1973 contempló tasas de crecimiento real inferiores a las de la primera parte del año, con excepción de Italia, aunque la intensidad de la desaceleración varió considerablemente, desde una tónica fuerte, en Alemania, hasta otra muy suave, en Francia. La persistencia de las tensiones inflacionistas impidió, sin embargo, que las autoridades económicas pasasen a políticas más expansivas, si se exceptúan los casos de Alemania, donde la pérdida de ritmo de la demanda parecía ser demasiado fuerte, y del Reino Unido e Italia, cuyas políticas fiscales conservaron una tónica más bien expansiva. La crisis del petróleo ensombreció las expectativas de la economía europea para 1974; sin embargo, los países industriales de Europa registrarán en los próximos meses, con toda probabilidad, una desaceleración de su ritmo de actividad más moderada que los Estados Unidos o el Japón.

El auge intenso y generalizado de los países industrializados hubo de conducir a estrangulamientos productivos y generar presiones en los mercados de trabajo; y estas presiones se tradujeron en importantes elevaciones de los salarios monetarios, pues si bien el desempleo mostró una resistencia al descenso, las expectativas inflacionistas de los trabajadores estaban muy consolidadas y se veían reforzadas por las importantes elevaciones de los precios de los productos alimenticios. Las alzas de salarios monetarios durante 1973 fueron relativamente moderadas en Estados Unidos y Canadá (7-8 por 100), mostraron una menor intensidad que en 1972 en el Reino Unido (12,2 por 100) y se aceleraron en los demás países, registrando su empuje extremo en Japón e Italia, con elevaciones aproximadas del 23 por 100 y el 30 por 100, respectivamente. Puesto que las alzas de precios al consumo erosionaron considerablemente el avance de los salarios monetarios, el clima de reivindicaciones alcistas de salarios prometía conservar su intensidad en 1974, aun antes de iniciarse la crisis del petróleo.

No fueron, sin embargo, los costes-trabajo los únicos elementos de los costes primarios que registraron importantes elevaciones durante 1973. También los costes de las materias primas registraron avances muy fuertes durante el período como consecuencia, al igual que en el caso de los salarios, de la presión de la demanda y de la actuación de factores por el lado de la oferta. Por otra parte, el alza mundial de los alimentos contribuyó, de forma importante, a estimular el clima inflacionista del año.

1.2. Los precios de los productos primarios.

La elevación de los precios de los productos primarios en los mercados mundiales desde mediados de 1972 ha sido excepcional y sin precedentes; entre el último trimestre de 1972 y el último trimestre de 1973, los precios de dichos productos avanzaron en torno a un 60 por 100 en dólares y el alza todavía no ha cedido. Las elevaciones de los precios de los productos alimenticios fueron relativamente moderadas, dentro de la intensidad del fenómeno que estamos

considerando; pero las materias primas agrícolas se encarecieron un 75 por 100 a lo largo de 1973 y los precios de los metales registraron un avance de similar magnitud. El intenso auge de los países industrializados, las incertidumbres monetarias que fomentaron las compras especulativas y una compleja gama de factores por el lado de la oferta —que van desde malas cosechas de muchos productos agrícolas hasta huelgas, cierres de algunas plantas de tratamiento de metales y bajas inversiones en algunos sectores durante la década de los años 60— se han articulado para producir esta formidable expansión de los precios de los productos primarios.

Los precios de los productos alimenticios.

Los años 1971 y 1972 registraron condiciones climáticas adversas, por lo que se refiere a las cosechas de cereales. Puede decirse que la cadena de acontecimientos comenzó por una reducción en las cosechas de cereales, especialmente trigo, en la U. R. S. S. La cosecha de trigo en el mismo año en los Estados Unidos y Australia, dos de los principales países productores, también fue más pequeña que en el año anterior. En China Continental, la India y varios de los países del Sudeste Asiático se registraron disminuciones importantes en la producción de cereales, sobre todo arroz. En la campaña 1972-73 se calcula que la producción mundial de trigo ha disminuido en un 5 por 100, en tanto que el comercio mundial de este grano ha aumentado en cerca del 40 por 100 en valor, aunque en bastante menor proporción en términos de volumen. Con el comienzo de las compras de este cereal por parte de la U. R. S. S. en la segunda parte de 1972, el precio del mismo pasó de 60 dólares por tonelada, en agosto-septiembre de dicho año, hasta 108 dólares que se pagaron en enero de 1973. Aun cuando el precio del trigo disminuyó posteriormente hasta situarse en torno a los 98-100 dólares por tonelada, subió de nuevo, durante los meses de verano, a los niveles registrados en enero; la oferta mundial de trigo fue insuficiente para cubrir la demanda total y se redujeron drásticamente los «stocks» acumulados en los pasados años de excedentes. Tampoco la oferta de arroz en la campaña 1972-73 ha sido suficiente para cubrir la demanda mundial de este cereal. La coincidencia de la reducción de su cosecha con la de otros granos en las mismas zonas de cultivo (India, China Continental y Sudeste Asiático) contribuyó a que los precios de algunas variedades de arroz se elevaran en los primeros meses de 1973 hasta un 50 por 100 sobre los registrados doce meses antes.

Las cosechas de cereales-pienso han sido también más pequeñas en los últimos tiempos. El aumento en la demanda en un momento de sequía en los países ganaderos, con la consiguiente pobreza de pastos, ha redundado en un incremento notable en la utilización de los piensos compuestos en la alimentación del ganado. Al mismo tiempo, la reducción en las capturas por parte de la flota pesquera del Perú, primer oferente mundial de harina de pescado, y la consiguiente subida de precios de la harina de soja, han obligado a una creciente sustitución en la fabricación de piensos compuestos de estos productos por los cereales-pienso y a una mayor utilización de los mismos en la alimentación directa del ganado. El precio del más importante

de estos productos, el maíz, que era de 60 dólares la tonelada en el período de agosto-septiembre de 1972, alcanzó los 92 dólares por tonelada en enero de 1973, manteniéndose a tal nivel, con pequeños flexiones posteriormente, hasta el final del verano, en que comenzó a bajar.

El aumento en la demanda de carne en los últimos años coincidió en los pasados meses con la reducción de los cupos de exportación de varios de los países productores sobre una oferta global, la de 1972, que fue inferior a la de 1970. Pese a ello, y a la subida en los últimos tiempos de su coste de producción, el alza de precios de la carne ha sido menos notable que la registrada en los cereales.

Finalmente, es preciso señalar las subidas en los últimos meses de otros productos alimenticios sujetos al comercio internacional tales como el cacao, cuyo precio ha subido en un 100 por 100 en 1973 sobre 1972 —debido a las condiciones de sequía en el Africa Occidental—; el café, que ha subido en el mismo período en un 24 por 100 —debido a las malas condiciones climatológicas en muchas de las plantaciones del principal oferente, Brasil—, o el azúcar, que entre esas dos fechas ha subido en algo más del 30 por 100. Igual que en los metales y otras materias primas, estos precios hacen referencia al mercado libre y la subida efectiva de estos productos, la mayor parte de ellos vendidos en condiciones previas de contrato, ha sido, desde el punto de vista de los importadores, bastante inferior a la que aquí registramos. No obstante, es preciso señalar que esto ha dado lugar a revisiones al alza de algunos de los contratos en vigor y, sobre todo, de los firmados durante el período; a reducciones de las cuotas acordadas, con el fin de dirigir una parte mayor de la oferta al mercado libre residual, y a la contratación de elevados precios de venta a futuros. Como consecuencia de todo ello, y pese a la mejora experimentada en la oferta de la mayor parte de estos productos, la reposición de «stocks» y las contrataciones ya acordadas anteriormente impedirán una bajada importante de los precios de los mismos a lo largo de 1974.

Los precios de otras materias primas.

El cuadro I-3 recoge la evolución de los precios de otras materias primas vegetales y minerales de gran utilización en los procesos industriales, valoradas a los precios nacionales de los países de origen más importantes —caucho, algodón y lana— y en libras esterlinas para los metales cotizados en el mercado de Londres. En la mayor parte de los casos, por tanto, los precios reflejan, en parte, la pérdida de poder de cambio internacional de esta última moneda, y del dólar americano, en el caso del algodón y del caucho.

En general, y con excepción del algodón, la lana y el caucho, los factores de demanda constituyen la explicación principal de las subidas de precios de estas materias primas. Por lo que se refiere a los metales, los precios de los mismos se mantuvieron deprimidos durante 1971 y a lo largo de casi todo el año 1972. A medida que el auge industrial de los países avanzados fue adquiriendo mayor intensidad en los últimos meses de 1972 y primeros de 1973, la demanda

de estas materias primas empujó al alza sus precios. De acuerdo con diversos análisis, la inestabilidad en los mercados de cambios tuvo también importancia en el proceso de subida de precios a través de la generación de demandas especulativas, as como la difusión de un sentimiento de inseguridad entre los demandantes sobre la posibilidad de un abastecimiento continuo y adecuado de estos productos.

En el caso del caucho, junto al aumento de la demanda, es preciso considerar la influencia que la subida de los productos petrolíferos ha tenido sobre el coste de producción del caucho sin-

CUADRO I-3

Aumentos porcentuales de precios de algunas materias primas

	4.º trim. 1972	4.º trim. 1973
	4.º trim. 1971	4.º trim. 1972
Caucho	12,0	85,4
Algodón	— 1,2	147,8
Lana merino.....	125,2	17,9
Plomo	39,6	69,3
Cinc.	13,8	289,8
Cobre	4,6	113,9
Estaño	12,0	55,7

FUENTE: National Institute of Economic and Social Research (Londres).

CUADRO I-4

Indices de precios de los productos primarios

Base 1968-70 = 100, en términos de dólares USA.

	Total	Agrícolas		Minerales y metales
		Alimentos	No alimentos	
1971				
I	101,0	111,2	90,0	94,8
II	102,3	110,1	93,4	97,8
III	101,2	108,1	93,9	96,6
IV	101,5	107,8	96,5	95,8
1972				
I	110,5	118,6	106,2	101,4
II	112,7	121,2	111,0	100,3
III	114,3	125,4	114,3	96,0
IV	121,1	129,2	135,1	94,5
1973				
I	140,8	143,2	173,3	106,1
II	159,6	165,0	188,7	123,2
III	183,8	186,3	223,1	142,6
IV	194,0	193,0	234,7	157,1
Enero	130,3	137,7	151,6	98,2
Febrero	138,5	143,2	166,4	104,4
Marzo	150,6	148,6	191,1	115,8
Abril	149,4	153,9	174,1	118,9
Mayo	156,0	162,0	183,2	120,6
Junio	167,2	169,2	203,2	130,1
Julio	182,3	185,8	216,9	144,1
Agosto	186,1	187,7	228,5	143,6
Septiembre	182,9	185,3	223,9	140,2
Octubre	190,0	191,3	231,8	148,3
Noviembre	192,1	191,3	226,5	161,1
Diciembre	199,8	197,3	245,7	162,1

FUENTE: National Institute of Economic and Social Research (Londres).

tético en los últimos tiempos. Por lo que se refiere a la lana, cuya demanda ha aumentado de manera apreciable en los últimos dos años, como consecuencia de un nuevo impulso en la actividad textil —especialmente en el Japón—, hay que tener en cuenta también el papel desempeñado por la reducción de la oferta, como consecuencia de la notable caída de sus precios en el período 1969-71. La excepcional elevación del precio del algodón se debe tanto a la intensificación de la demanda como a la destrucción por las inundaciones de una parte de la cosecha paquistaní y a la baja oferta de los Estados Unidos.

Capítulo aparte merece, sin duda, la evolución de los precios del petróleo a lo largo de 1973. El tema tiene tan importantes repercusiones no solo sobre el nivel de inflación mundial, sino también sobre el proceso de ajuste de balanza de pagos y sobre la coyuntura económica internacional, que será objeto de examen en un epígrafe independiente dentro de este mismo capítulo.

El gráfico I-2 expresa, de un modo dramático, la evolución de los precios de los productos primarios en los mercados mundiales durante los últimos años. El índice general (con base 100 para el período 1968-70) alcanzaba un nivel de 121 en el último trimestre de 1972 y llegaba a

CUADRO I-5
Aumentos porcentuales de los precios de las materias primas y al consumo

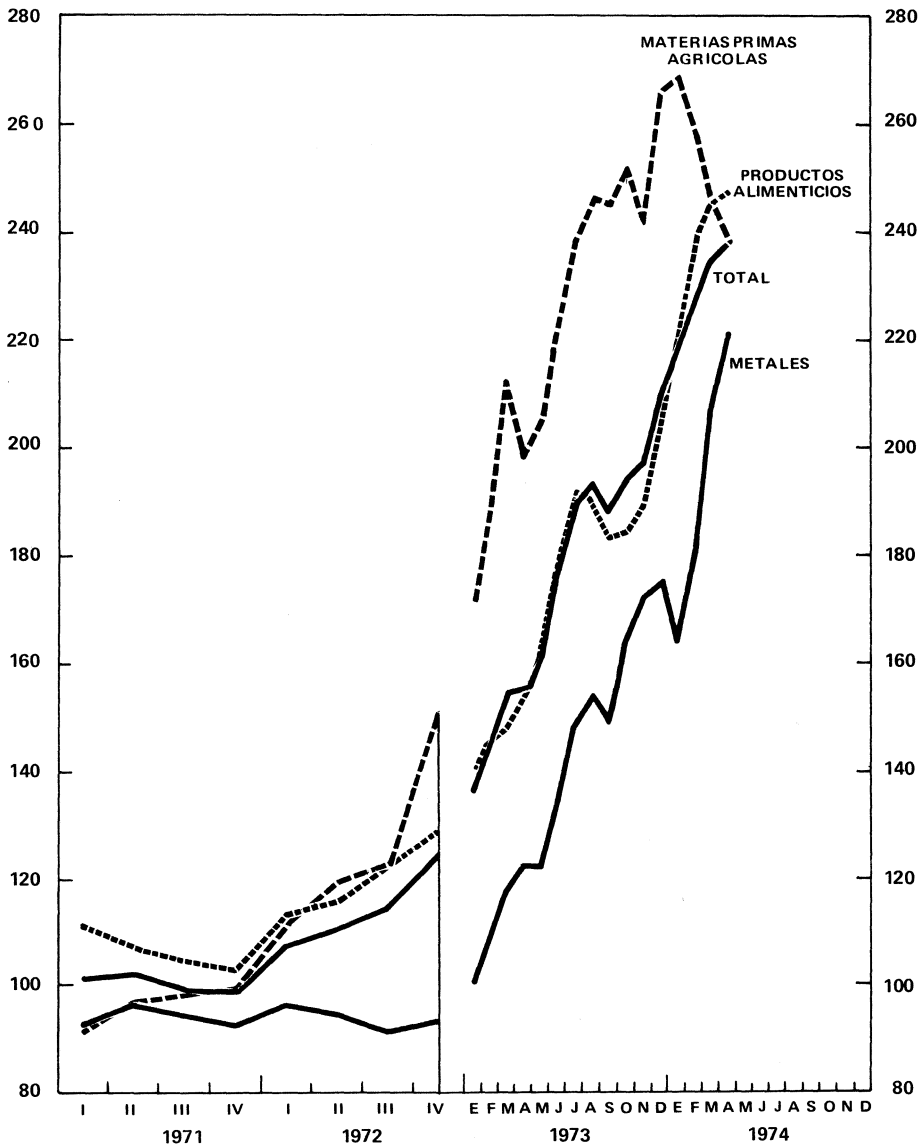
	Precios industriales		Precios al consumo	
	B. Manufacturados	Materias primas	Alimentos	No alimentos
Estados Unidos	17,8	34,8	20,1	5,6
Canadá	18,6	39,7	14,8	6,2
Japón	21,4	37,0	19,9	18,6
Finlandia	17,3	32,1	10,9	18,3
Francia	14,8	39,1 (b)	10,6	7,0
Alemania	5,3 (a)	18,8 (b)	5,9	8,6
Italia	30,8 (a)	26,6	11,5	11,4
Holanda	9,1	16,9 (b)	6,5	9,1
Noruega	5,3 (a)	14,4 (b)	6,5	8,2
Suecia	19,2	23,8 (b)	6,6	8,2
Gran Bretaña	10,5	45,2	13,7	8,7
Media simple	15,5	29,8	11,5	10,0

(a) Índice de precios de los bienes de equipo solamente.
(b) Índices de precios de bienes intermedios (primeras materias y semifabricados).

FUENTE: O.C.D.E.

GRAFICO I-2

Indice de precios de bienes exportados
por los países productores de materias primas
(1968-70 = 100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

la cota de 194 en el último trimestre de 1973. Del impacto de la evolución de los precios mundiales de estas mercancías sobre las tasas de inflación registradas en los países industrializados pueden dar idea los datos recogidos en el cuadro I-5, en el que se compara, por un lado, el precio de las materias primas frente al de los productos manufacturados y, por otro, el subíndice del coste de los alimentos en los precios al consumo con el subíndice de otros bienes y servicios. Dichos datos pueden interpretarse como un testimonio de la influencia directa de los precios de los productos primarios sobre la evolución de los precios internos de dichos países. Con la excepción de Italia, el aumento de los precios de las materias primas supera ampliamente, en todos los países, al de los productos manufacturados; por término medio, el aumento de aquéllas ha superado en 14 puntos al registrado en el precio de los productos manufacturados. Por lo que se refiere al coste de la vida, el aumento del componente de alimentación en los países considerados ha sido, en promedio, superior en punto y medio al del componente no alimenticio.

El comportamiento de los precios de los productos primarios durante los últimos tiempos ha afectado considerablemente, como es lógico, a las relaciones de intercambio en el comercio mundial. Entre 1950 y 1968, los precios mundiales de exportación, en términos de dólares, de los productos primarios (exceptuado el petróleo) se habían mantenido aproximadamente estables, en tanto que los precios de exportación de los productos manufacturados habían avanzado casi en un 30 por 100; pero, tras la evolución de los dos últimos años, la relación de intercambio entre ambos grupos de productos había vuelto, a finales de 1973, aproximadamente a la situación de 1950. Aunque el fenómeno ha supuesto, como es natural, un empeoramiento de la relación real de intercambio de los países industrializados, considerados en su conjunto, durante el año 1973, el impacto sobre la relación real de intercambio de cada uno de ellos ha sido muy variado, dependiendo de la participación relativa de los productos primarios y las manufacturas en sus exportaciones e importaciones. En todo caso, tal impacto ha hecho que las variaciones en las relaciones reales de intercambio durante el año fueran muy distintas de lo que los movimientos de los tipos de cambio hacían esperar. Ello explica, por ejemplo, que el empeoramiento de la relación de intercambio de los Estados Unidos durante el año fuera solamente dos puntos porcentuales mayor que el registrado en la relación real de intercambio del Japón y aproximadamente semejante al sufrido por la República Federal Alemana, a pesar de la devaluación del dólar y de las revaluaciones del yen japonés y del marco alemán. El Reino Unido e Italia, entre los países industrializados, registraron los más fuertes deterioros en la relación real de intercambio durante el año 1973.

Tras alcanzar un máximo durante el primer trimestre de 1974, los precios de los productos primarios (excluido el petróleo), iniciarán probablemente una fase de descenso hacia mediados de año. El ritmo de expansión de la demanda de materias primas industriales y de alimentos registrará una considerable pérdida de empuje, como consecuencia de la recesión internacional, y la oferta de numerosos productos parece encaminada a aumentar sustancialmente, bien por la obtención de mejores cosechas, bien por reacciones de la producción ante los altísimos precios alcanzados o como consecuencia de medidas específicas de los Gobiernos, en

algunos casos. El alza de los precios de los crudos de petróleo afectará, sin duda, a las condiciones de costes de algunos productos primarios, y el ejemplo de los países integrantes de la O. P. E. P. tratará de ser seguido en otros productos. Sin embargo, la tendencia general de los precios mundiales de los productos primarios, aparte del petróleo, será probablemente descendente en el próximo futuro, con movimientos sustanciales en ciertos casos, a medida que la recesión mundial vaya haciéndose patente en los mercados.

1.3. Los factores monetarios en la inflación internacional.

Cualquiera que sea la opinión aceptada respecto del grado de influencia de las magnitudes monetarias sobre la evolución de la demanda global de bienes y servicios y la determinación de sus precios, no cabe duda de que un auge inflacionista tan intenso como el que ha acontecido en los últimos dieciocho o veinte meses, a nivel mundial, precisa de un elevado grado de liquidez internacional para que su instrumentación no se vea dificultada por restricciones de carácter monetario. Si se tiene en cuenta, sin embargo, que la liquidez internacional, que en el período 1953-1969 había aumentado a un ritmo anual del 2,2 por 100, creció a una tasa del 24 por 100, en términos de D. E. G., durante el trienio 1970-1972, hay base para pensar que los factores monetarios no han desempeñado un papel meramente permisivo en la reciente inflación mundial.

Tan intenso incremento de la liquidez internacional, distribuido de un modo general, aunque no uniforme, entre las grandes áreas económicas mundiales —incluidos los países subdesarrollados, beneficiarios importantes del alza de precios de los productos primarios durante los dos últimos años—, ha contribuido directamente a la expansión de las magnitudes monetarias internas de los países excedentarios y, al debilitar la restricción impuesta por la balanza de pagos, ha debido de ejercer un efecto alentador de las políticas expansivas de demanda y facilitar la transmisión internacional de la inflación.

Las modificaciones de los cambios y la incertidumbre que las ha acompañado también han ejercido una influencia significativa sobre el proceso inflacionista. Las devaluaciones del dólar han aportado, sin duda, un impulso alcista en los precios internacionales; y la incertidumbre cambiaria ha alentado la formación de «stocks» especulativos de bienes y ha tendido a elevar los precios a futuros denominadores en monedas que, como el dólar americano o la libra esterlina, estaban bajo sospecha. Más problemático es el efecto neto de la generalización de los cambios fluctuantes sobre la transmisión de la inflación, desde una perspectiva mundial.

II. LOS AJUSTES DE LAS BALANZAS DE PAGOS

A lo largo del año 1973, y hasta la irrupción de la crisis del petróleo, las balanzas de pagos mostraron procesos de ajuste tendentes a un mayor equilibrio de los pagos internacionales. El centro de este proceso fue, naturalmente, la balanza de pagos de los Estados Unidos, cuyo

déficit se redujo sustancialmente a lo largo del período. En contrapartida, un conjunto de países industriales, como Francia, Italia, Gran Bretaña y Japón, vieron disminuir fuertemente sus excedentes por cuenta corriente, hasta registrar un cambio de signo en el caso de los tres primeros; otros países industriales, como Alemania, Bélgica y Holanda, vieron, por el contrario, incrementar sus superávits, tanto por cuenta corriente como por balanza básica, en 1973 aunque a estos procesos equilibradores dentro del grupo de los países industriales no fue ajeno el formidable incremento de los precios de los productos primarios, éste efectuó de modo especial a las relaciones de pagos entre los países industriales y los países en vías de desarrollo; y estos últimos, en cuanto especiales beneficiarios de dicho fenómeno, mejoraron apreciablemente el saldo de sus pagos exteriores frente a los países industriales.

La balanza de pagos de los Estados Unidos registró una sustancial mejora a lo largo de 1973, tanto por cuenta corriente como en los movimientos de capital a largo plazo; y así, la balanza básica registró un excedente, por primera vez desde 1957, invirtiendo drásticamente su situación respecto de 1972, año en que su déficit alcanzó unos 9.100 millones de D. E. G.

El déficit comercial de 6.400 millones de D. E. G. de 1972 fue sucedido por un excedente de 580 millones de D. E. G., debido tanto a los efectos de las sucesivas devaluaciones del dólar como al aumento, en cantidad y precios, de las exportaciones agrícolas y al ligero desfase coyuntural de los Estados Unidos respecto de Europa y Japón. Las exportaciones totales crecieron a una tasa del 45 por 100 durante el año, mientras que las importaciones solo avanzaron en un 25 por 100. Si el aumento de las ventas de productos agrícolas al exterior fue sustancial, las exportaciones de productos industriales registraron también la elevada tasa de crecimiento del 30 por 100. El incremento en valor, en dólares, de las importaciones se debió, por su parte, casi exclusivamente, a las alzas de precios en términos de dólares, aunque las compras de productos petrolíferos crecieron en volumen hasta la aplicación del embargo en el último trimestre del año. La mejora de la balanza comercial operó respecto de casi todos los países y áreas: frente al Japón, el fuerte déficit comercial de 3.700 millones de D. E. G. de 1972 se redujo a 1.000 millones de D. E. G. en 1973; frente a Europa occidental y los países socialistas se obtuvo un importante superávit, y también avanzó el excedente general frente a los países menos desarrollados, a excepción de los de África, al aumentar los suministros petrolíferos de este continente. Puesto que también se incrementó el excedente por servicios y las entradas netas de capital a largo plazo avanzaron a medida que se restablecía la confianza en la posición exterior de los Estados Unidos, el saldo básico de las cuentas exteriores americanas pasó de un déficit próximo a los 9.100 millones de D. E. G., en 1972, a un superávit de unos 1.600 millones de D. E. G., en 1973. Las importantes salidas de capitales a corto plazo registradas, sobre todo, en el primer trimestre del año convirtieron, sin embargo, el excedente básico en un déficit de 4.400 millones de D. E. G. en términos de transacciones oficiales.

La balanza de pagos del Japón es la que mostró de forma más dramática el cambio ocurrido en los pagos internacionales, ante la recuperación de la posición exterior americana. La balanza comercial japonesa, que se había soldado con excedentes de 7.800 y 8.300 millones de

CUADRO I-6

Balanza de pagos de Estados Unidos

Miles de millones de dólares

	1972	1973 (a)	1973 (b)			
			I	II	III	IV (a)
Balanza comercial.....	— 6,9	0,7	— 1,0	— 0,3	0,7	1,2
Balanza por c/c.....	— 6,2	4,6	— 0,2	0,3	1,8	2,9
Balanza básica.....	— 9,8	1,9	— 0,9	— 0,6	2,5	0,9
Balanza global (transacciones oficiales).....	— 11,1	— 5,3	— 10,5	0,3	2,1	2,7

(a) Estimación.

(b) Ajustada estacionalmente.

FUENTE: Federal Reserve System.

D. E. G., respectivamente, en 1971 y 1972, no registró más que un superávit de 3.100 millones de D. E. G. en 1973. Este resultado se debió tanto a una reducción de la tasa de avance de las exportaciones, como consecuencia, en buena medida, de la pérdida de competitividad de los productos japoneses resultante de la apreciación del yen, especialmente en el mercado norteamericano, como al considerable incremento de las importaciones, consecuencia no solo de la apreciación cambiaria, sino también de la elevación de los precios de los productos primarios y de la fuerte presión de la demanda interior. Puesto que también avanzó el déficit de los renglones de servicios, la balanza japonesa por cuenta corriente arrojó una posición de equilibrio en el año 1973, frente a los excedentes de 5.800 y 6.100 millones de D. E. G. registrados, respectivamente, en 1971 y 1972. Las exportaciones netas de capital a largo plazo aumentaron, por su parte, con intensidad durante el año, en respuesta a la apreciación del yen y al estímulo de las autoridades japonesas, registrándose unas salidas netas de 8.000 millones de D. E. G. En consecuencia, el saldo total de la balanza de pagos japonesa durante el año registró un déficit de unos 8.400 millones, frente a los excedentes de 7.700 y 4.400 millones de D. E. G. obtenidos, respectivamente, en 1971 y 1972.

CUADRO I-7

Balanzas de pagos

Miles de millones de D.E.G.

	1972		1973	
	Cuenta corriente	Balanza global	Cuenta corriente	Balanza global
Estados Unidos	— 5,7	— 9,5	4,2	— 4,8
Canadá.....	— 0,6	0,3	— 0,5	— 0,4
Alemania.....	2,0	4,7	5,1	7,9
Bélgica.....	1,4	0,6	1,5	0,7
Francia.....	0,3	0,2	— 0,1	— 0,6
Holanda.....	1,0	0,9	1,4	0,7
Italia.....	2,2	— 0,7	— 1,5	— 0,5
Gran Bretaña..	0,6	— 3,0	— 2,5	0,4
Japón.....	6,1	4,4	0,5	— 8,4

FUENTE: F. M. I. y fuentes nacionales.

También en Gran Bretaña se han registrado importantes ajustes en las cuentas exteriores, a pesar de la política de cambio tendente a mejorar la balanza por cuenta corriente. No obstante la fuerte presión de la demanda interna, las exportaciones crecieron, en términos de volumen, a un ritmo superior al de las importaciones durante la primera parte del año, lo cual hace pensar que la flotación a la baja de la libra consiguió algunos efectos. Sin embargo, el déficit comercial británico alcanzó 5.000 millones de D. E. G. y su balanza por cuenta corriente se cerró con un déficit de unos 2.500 millones de D. E. G., frente al ligero superávit obtenido en el año anterior. Las fuertes entradas netas por invisibles, en algo más de 1.700 millones de D. E. G., y por capital a largo plazo, en más de 3.300 millones de D. E. G. —consecuencia estas últimas del alto nivel de los tipos de interés en Londres y de las importantes operaciones de crédito concertadas en el mercado de Eurodólares por empresas y organismos públicos, con garantía oficial de cambio—, permitieron cubrir el déficit comercial y el año se cerró con un aumento de reservas de unos 210 millones de libras (unos 400 millones de D. E. G.).

No puede decirse que la balanza de pagos de Alemania Federal participara en el proceso general de ajuste de las cuentas internacionales. La balanza comercial se saldó con un superávit de 12.000 millones de D. E. G., frente a un excedente de 8.300 millones en el año anterior, porque, a pesar de las sucesivas revaluaciones del marco, las exportaciones avanzaron a una tasa del 20 por 100, mientras las importaciones crecían solo a un 13 por 100. En consecuencia, la balanza alemana de pagos por cuenta corriente, que había registrado un excedente de unos 2.000 millones de D. E. G. en 1972, arrojó un superávit de unos 5.100 millones de D. E. G. en 1973. Las entradas netas de capital a largo plazo alcanzaron unos 2.500 millones de D. E. G. durante 1973, moderándose, por tanto, respecto del año anterior; pero el resultado de la balanza global de pagos hizo posible que las reservas exteriores alemanas aumentaran durante 1973 en unos 7.500 millones de D. E. G.

De los demás países de la C. E. E., solo Francia e Italia vieron invertirse el signo de sus balanzas básicas para registrar un déficit en 1973. En el caso de Italia, el empeoramiento de las cuentas exteriores se debe, esencialmente, al mayor déficit de la balanza comercial, que se situó en torno a los 3.300 millones de D. E. G., consecuencia, en buena medida, de la creciente demanda interna y de la acumulación especulativa de existencias de bienes importados. La balanza de pagos por cuenta corriente, que había registrado un excedente de 2.200 millones de D. E. G. en 1972, pasó a registrar un déficit de unos 1.500 millones en 1973. Solo las cuantiosas operaciones de obtención de capitales a largo plazo en los mercados financieros internacionales permitieron reducir el déficit de la balanza básica a unos 500 millones de D. E. G. La balanza comercial de Francia ha seguido reforzando en 1973 su saldo positivo de años anteriores; pero la disminución importante de los ingresos por servicios y la continuación del déficit por transferencias, reflejo de las mayores remesas de inmigrantes extranjeros, hicieron que el superávit por cuenta corriente de los años anteriores se transformara en un déficit de 135 millones de D. E. G. en 1973. A este déficit vino a sumarse otro de unos 1.745 millones de D. E. G. por cuenta de capital a largo plazo, con lo que la balanza básica se cerró con un déficit de 1.800 millones de D. E. G. en 1973. Bélgica y Holanda registraron escasas modificacio-

nes en sus balanzas básicas, en buena medida, porque solo una pequeña proporción de sus transacciones comerciales se realiza con los Estados Unidos, frente a cuya moneda tanto el franco belga como el florín holandés se han revaluado sustancialmente a lo largo de 1973. Las balanzas globales de ambos países arrojaron unos excedentes próximos a los 700 millones de D. E. G., determinados en ambos casos por su fuerte posición en la balanza por cuenta corriente.

Por lo que se refiere a los países en vías de desarrollo, el alza de los precios de las materias primas y los alimentos y el alto nivel de la demanda de los productos exportados por dichos países hacia las zonas industriales del mundo permitieron una mejora considerable de su balanza comercial. En 1972, el déficit comercial del conjunto de los países de la O. C. D. E. con los países no industrializados se acercó a los 2.800 millones de D. E. G. y dicho déficit se incrementó hasta 4.500 millones en 1973. Debe observarse que, a pesar de las presiones inflacionistas de los países industriales y de las devaluaciones efectivas de las monedas de los países en vías de desarrollo durante el año, estos últimos mejoraron sustancialmente su relación real de intercambio. Por otra parte, cabe observar que los Estados Unidos, por razones cíclicas y de reajuste de cambios, han adquirido una posición más competitiva en el Tercer Mundo, a expensas del comercio europeo; una parte sustancial de la mejora de la balanza comercial de los Estados Unidos durante el año hay que atribuirla a este fenómeno.

Puede decirse, en resumen, que a lo largo de 1973 se operaron importantes reajustes en las balanzas de pagos que, dominados por los reajustes en las cuentas exteriores americanas, señalaban hacia un mayor equilibrio de los pagos internacionales. Esta tendencia se vio, sin embargo, bruscamente interrumpida por la crisis del petróleo, que abrió un nuevo período de desequilibrios internacionales, aunque de significación y sentido muy diferentes de los registrados en los años anteriores. Se examinará este problema más adelante.

III. LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO

La evolución en los mercados de cambios en 1973 ha estado determinada fundamentalmente por la generalización de la flotación de las principales monedas y por la recuperación, a lo largo del año, de la balanza de pagos americana. Sin embargo, han sido muchas y de gran amplitud las fluctuaciones a que se han visto sometidas las monedas por causas relacionadas con factores más circunstanciales, tales como las variaciones de tipos de interés y, en estrecha relación con estos, las medidas de política monetaria de carácter interno y externo que siguieron los distintos países, así como los problemas políticos nacionales y, en los últimos meses del año, las condiciones creadas por la crisis del petróleo.

A principios de año, la falta de confianza en las perspectivas de la balanza comercial americana y en la estructura de paridades establecida en diciembre de 1971 provocó una fuerte presión contra el dólar, que condujo a la devaluación de dicha moneda en un 10 por 100 el día 12 de

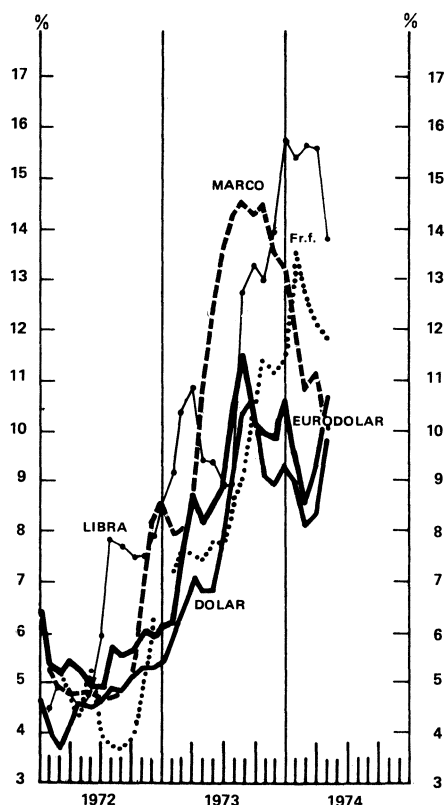
febrero. Los movimientos de fondos desde los Estados Unidos hacia los países europeos, que se produjeron en el período anterior a la devaluación, fueron considerables y dieron lugar, en las primeras semanas de febrero, a un déficit de más de 8.000 millones de dólares en las cuentas exteriores americanas.

Tras un breve período en que los fondos iniciaron un movimiento inverso a fines de febrero, en marzo volvió a producirse una fuerte demanda de divisas europeas. Las reservas de los países europeos, principalmente las de Alemania, y del Japón sufrieron importantes incrementos, obligando, desde un principio, a este último país a dejar flotar libremente su moneda. Desde el día 2 de marzo cesó la intervención oficial en los mercados de cambios y tuvieron que cerrarse éstos.

A la reapertura de los mercados, el 19 de marzo, seis países de la C. E. E. (Alemania, Francia, Bélgica, Luxemburgo, Holanda y Dinamarca), a los que se asociaron Noruega y Suecia,

GRAFICO I-3

Tipos de interés Tasa anual



acordaron la flotación de sus monedas frente al dólar, mientras se comprometían a una relación de cambio fijo entre sus propias monedas dentro de una banda de fluctuación del 2,25 por 100. Hasta mediados de mayo, el tipo de cambio del dólar frente a las demás monedas permaneció relativamente estable, aumentando considerablemente, a partir de ese momento, la presión compradora de monedas europeas, con la consiguiente progresiva debilidad del dólar a lo largo de todo el mes de junio y hasta mediados de julio.

Este nuevo acceso de debilidad del dólar estuvo provocado, en parte, por las incertidumbres de tipo político y económico internas de los Estados Unidos y, en parte, por la evolución de la balanza comercial de Alemania y la evolución relativa de los tipos de interés a uno y otro lado del Atlántico. El alto nivel de actividad de las economías europeas empujó al alza los tipos de interés de los mercados monetarios y financieros, y esta tendencia fue además reforzada por la política monetaria de estos países, orientada a contener las presiones inflacionistas recortando la liquidez bancaria. En una primera etapa, los tipos del mercado monetario de Nueva York crecieron desde un nivel ligeramente inferior al 6 por 100 a cerca del 8 por 100, durante el primer semestre; sin embargo, desde niveles

iniciales ya superiores, los tipos europeos siguieron creciendo durante este período y, en el caso de Alemania, pasaron del 8 por 100 a cerca del 14 por 100 en junio. La tensión de liquidez en el mercado alemán fue especialmente aguda a mediados de año y se reflejó, sobre todo, en los tipos de interés día a día, que alcanzaron cotas superiores al 30 por 100. La demanda de marcos alemanes tiró hacia arriba de las cotizaciones de las demás monedas de la C. E. E. frente al dólar. Para mediados de año, la depreciación del dólar frente a estas monedas había alcanzado al 15 por 100 sobre su nivel de febrero en los mercados al contado, y su depreciación efectiva, ponderada por el comercio exterior con 14 países, pasó en este primer semestre del 10,32 al 19,34 por 100. Sin embargo, el dólar se mantuvo firme frente al dólar canadiense y al yen japonés. El Banco de Japón tuvo incluso que efectuar compras importantes de dólares desde primeros de abril, para evitar una excesiva depreciación de su moneda ante la desfavorable evolución de su balanza de pagos.

Otra de las razones que alimentaron la especulación contra el dólar fue la observación de que la depreciación del dólar no suscitaba ninguna reacción de las autoridades norteamericanas. Por ello, cuando el 10 de julio empezaron a intervenir en apoyo del dólar y se anunció la ampliación de las líneas «swaps» entre la Reserva Federal de Nueva York y los demás Bancos Centrales de 12.000 a 18.000 millones de dólares, se interrumpió la baja del dólar. Las compras que efectuó la Reserva Federal fueron reforzadas por simétricas acciones del Banco Federal Alemán. Al mismo tiempo, este último relajaba la presión sobre el mercado crediticio alemán, permitiendo una baja de los tipos de interés del mercado interbancario día a día, aunque los tipos a tres meses siguieron por encima del 14 por 100 durante todo el tercer trimestre.

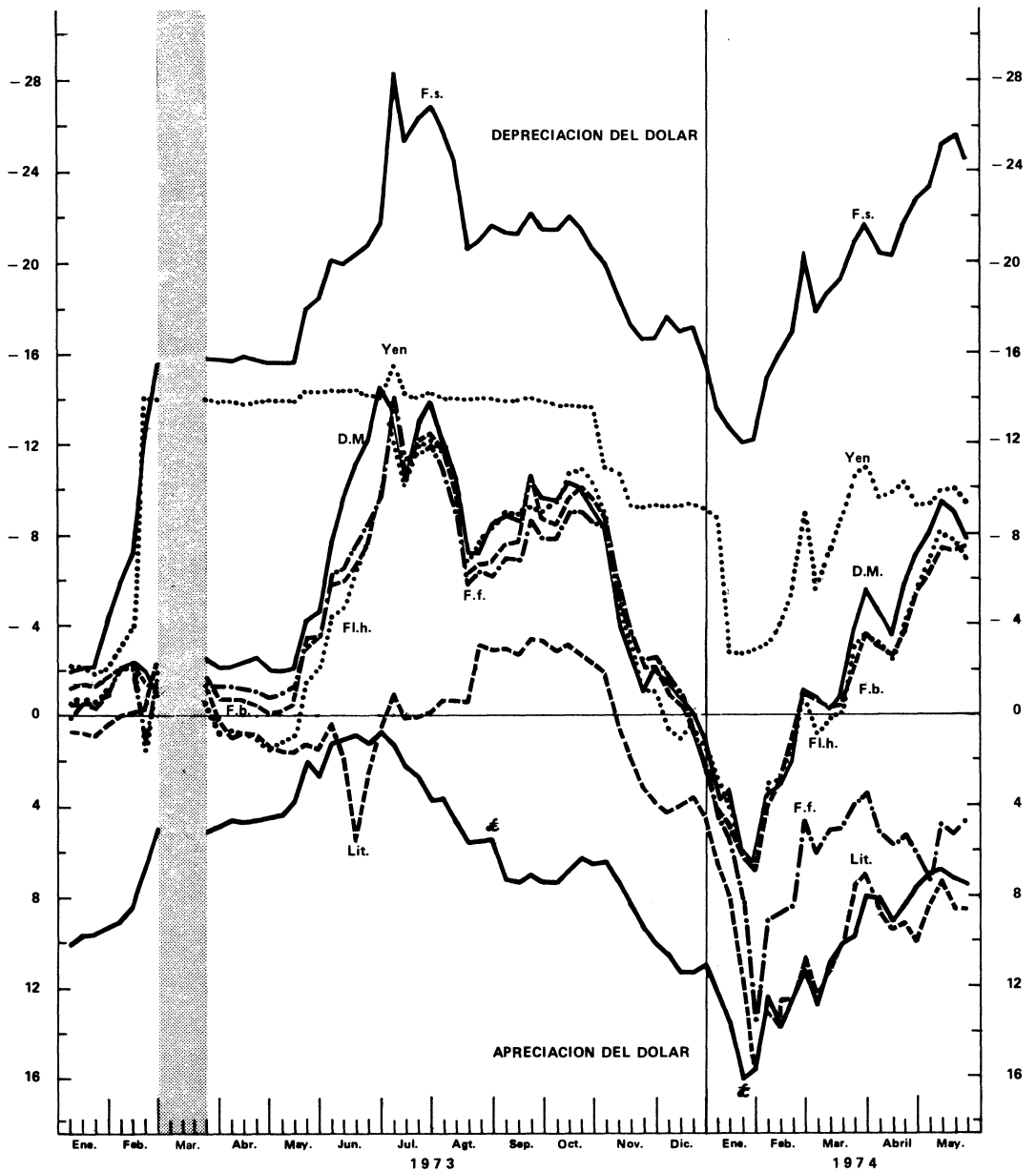
Durante el mes de agosto se acentuó la recuperación del dólar, al reafirmarse la intervención de las autoridades americanas en el mercado y hasta el mes de octubre se pudo observar una relativa estabilidad debida, en gran parte, a la intervención de la Reserva Federal comprando marcos, en especial tras la revaluación del florín holandés, a mediados de septiembre. En este período fueron importantes los movimientos de capitales entre países europeos de flotación conjunta, en respuesta a los diferenciales de los tipos de interés y a las expectativas de variación de los tipos centrales. Japón tuvo que proceder también, durante este período, a importantes ventas de dólares en apoyo de su moneda; estas ventas dieron lugar a un superávit de transacciones oficiales de unos 2.100 millones de dólares en la balanza de pagos americana en el tercer trimestre.

Desde finales de octubre aumentó en forma importante la demanda de dólares, reflejando la convicción entre los operadores de que la balanza de pagos americana se estaba reforzando y de que sus perspectivas eran favorables. Dos factores intervinieron en esta recuperación: de forma inmediata, la publicación del cuantioso superávit comercial para septiembre, y, de forma más duradera, la creencia de que el impacto del mayor costo de los productos petrolíferos favorecerían, en términos relativos, a la balanza de pagos americana. Entre mediados de octubre y fin de año, la recuperación continuada del dólar se expresó en un alza del 14 por 100, en promedio, en el mercado al contado, a pesar de que los Bancos Centrales vendieran

GRAFICO I-4

Mercados de cambios

Posición del dólar frente a las principales monedas (a)



(a). Desviación porcentual respecto de los tipos centrales en vigor. Cifras de los viernes.

Mercado cerrado

importantes cantidades de dólares. Frente a la libra esterlina, el dólar no mejoró tanto como frente a las demás monedas europeas. En efecto, el alto nivel de los tipos de interés en el mercado monetario de Londres y los préstamos obtenidos en el exterior dieron lugar a movimientos de capital que sostuvieron la moneda inglesa durante todo el segundo semestre, no perdiendo entre mediados de octubre y final de diciembre más que un 6 por 100 frente al dólar. A fin de año, el dólar había recuperado todo el terreno perdido entre marzo y principios de julio y las monedas europeas de flotación conjunta se encontraban al mismo nivel que en marzo o ligeramente por debajo.

Hacia finales de 1973 y principios de 1974 fueron dismanteladas las distintas barreras impuestas en períodos anteriores, para aislar a cada país de los movimientos especulativos de capitales. Los Estados Unidos suprimieron en diciembre los distintos controles existentes, en algunos casos, desde 1963; concretamente, eliminaron la tasa de equiparación de intereses que limitaba la compra de valores extranjeros por residentes, el programa de restricción voluntaria y otras medidas que frenaban las salidas de capitales. Las autoridades europeas se vieron también, a su vez, en la necesidad de facilitar las entradas de capitales, con el fin de reforzar sus posiciones exteriores; así, Alemania fue reduciendo el alcance del depósito en efectivo sobre préstamos obtenidos en el exterior por empresas alemanas («Bardepot»), facilitando también la compra de valores alemanes por extranjeros y las inversiones directas extranjeras en empresas alemanas.

En enero de 1974, Francia, Bélgica y Holanda, suprimieron también los obstáculos existentes al incremento de las cuentas bancarias de no residentes y a otros canales de entradas de capitales. En Japón no solo se levantaron dichos controles, sino que se estimuló el recurso al mercado financiero exterior. Todos los países industriales se preparaban, en definitiva, para afrontar las nuevas circunstancias creadas por la crisis del petróleo, con déficits generalizados e importantes por cuenta corriente que habrían de financiar facilitando y aun impulsando oficialmente las entradas de capitales.

En los primeros días de 1974 siguió apreciándose el dólar, movimiento que se intensificó considerablemente cuando, el día 22 de enero, el franco francés abandonó la banda europea de flotación conjunta y flotó libremente a la baja. Sin embargo, desde la última semana de enero se invirtió el movimiento de la cotización del dólar y, hasta el mes de abril, tanto las monedas de flotación conjunta como las de libre flotación recuperaron las posiciones perdidas desde primeros de diciembre. Esta evolución se debió a la corrección operada por la especulación, al observar que la flotación del franco francés no provocó la crisis que en un principio se esperaba, y a rumores de nuevas revaluaciones del marco y del florín, al conocerse, sobre todo, el fuerte crecimiento del superávit comercial alemán en 1973, a pesar de la apreciación de su moneda a lo largo del año y al consolidarse las favorables perspectivas de las cuentas exteriores alemanas para 1974.

La evolución de los mercados monetarios y, sobre todo, de cambios en los últimos meses de 1973 y primeros de 1974 se ha visto dominada por las expectativas creadas por la crisis ener-

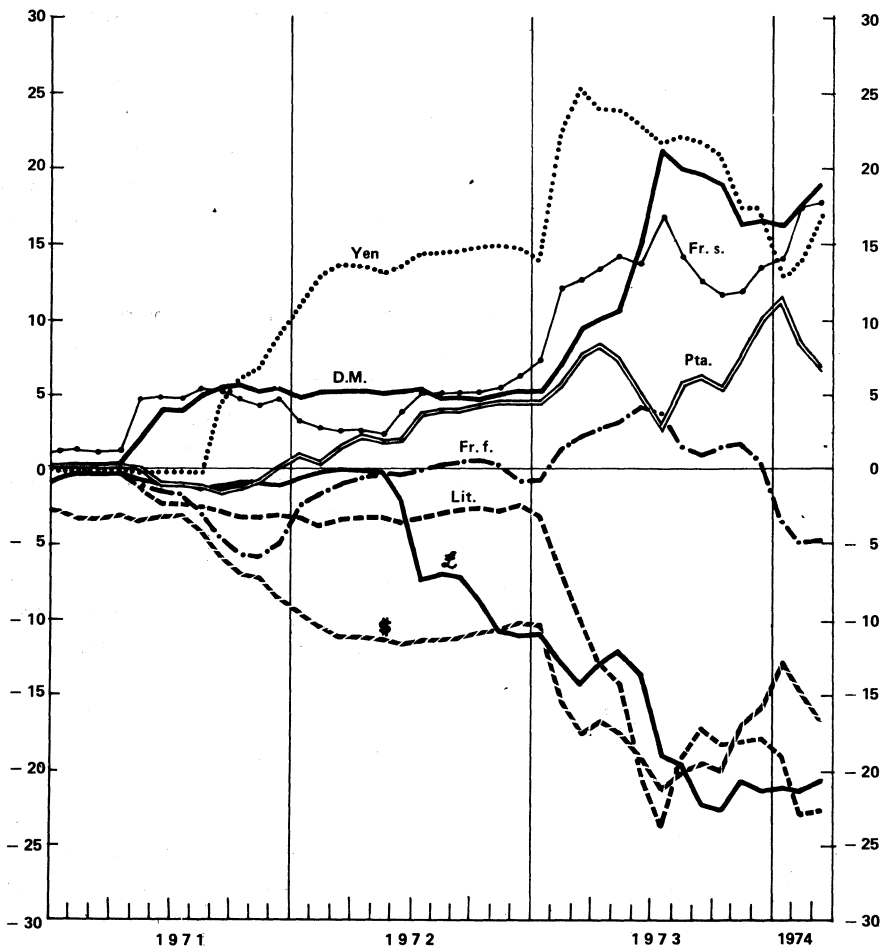
gética. No cabe duda de que el sistema de flotación generalizada ha contribuido decisivamente a aminorar las perturbaciones derivadas del impacto de la crisis.

El gráfico I-5, que recoge las variaciones de los tipos de cambio efectivos, permite apreciar el efecto que los distintos reajustes formales y las fluctuaciones de las cotizaciones de los mercados han podido tener sobre la competitividad de cada país frente a los demás. Ello permite relacionar la evolución del comercio exterior de cada uno de ellos con los mercados de cambio a lo largo de los tres años en que el sistema monetario internacional ha discurrido fuera de las

GRAFICO I-5

Variaciones de los tipos efectivos de cambio (a)

Porcentajes sobre las paridades oficiales vigentes en mayo de 1970 (b)



(a). Variaciones porcentuales de los tipos de cambio del mercado de cada moneda respecto de las de un grupo de catorce países (diecisiete en el caso de la peseta) ponderadas por su comercio bilateral.

(b). Datos mensuales, obtenidos a partir de la media mensual de los datos diarios de mercado.

Fuente: Morgan Guaranty Trust y Banco de España.

reglas establecidas en Bretton Woods, en 1945, y en que se ha pasado del sistema de cambios fijos al de flotación generalizada. Los índices de cotización efectiva muestran no solo fluctuaciones menos bruscas que las de las cotizaciones de mercado frente al dólar (gráfico I-4), sino también, en algunos casos, evoluciones en dirección contraria a éstas. La libra esterlina y la lira italiana registraban, a principios de 1974, unas depreciaciones efectivas situadas entre un 15 y un 25 por 100 respecto de su nivel anterior al acuerdo smithsoniano de diciembre de 1971; el marco alemán, el franco suizo y el yen japonés registran apreciaciones situadas entre el 15 y el 20 por 100, mientras las demás monedas de la «serpiente» europea (no recogidas en el gráfico) se revaloraron dentro de una banda cuyo techo no pasó nunca del 8 por 100 en 1973, cuando en los dos años anteriores estuvieron fluctuando alrededor de la base. Lo mismo ocurrió con el franco francés, cuya depreciación a fines del primer trimestre de 1974 alcanzó el 5 por 100.

CUADRO I-8

Evolución de las reservas internacionales

Miles de millones de D. E. G.

	Posición a 31 de diciembre de 1972	Incremento en 1973				Posición a 31 de diciembre de 1973
		I	II	III	IV	
Oro.....	35,8	—	—	—	—	35,8
Derechos especiales de giro	8,7	—	—	—	—	8,8
Posición de reservas en el F. M. I.	6,3	—	— 0,1	—	—	6,2
Divisas convertibles	95,4	+ 2,4	+ 3,3	+ 3,5	— 3,4	101,1
TOTAL	146,2	+ 2,4	+ 3,2	+ 3,5	— 3,4	151,9

FUENTE: F. M. I.

La vuelta a una situación más equilibrada en los pagos internacionales y especialmente la recuperación en la posición de los Estados Unidos se han reflejado en un crecimiento de las reservas internacionales mucho más modesto que el de años anteriores. El aumento de dichas reservas en 5.700 millones de D. E. G. en 1973 significó una tasa de incremento del 3,9 por 100, frente al 30 por 100 y el 21,5 por 100 alcanzados en 1971 y 1972, respectivamente. Los pasivos oficiales de Estados Unidos en manos de autoridades extranjeras aún aumentaron en 5.300 millones de D. E. G. (10.900 millones en 1972), debido a la fuerte especulación que en el primer trimestre de 1973 dio lugar a un trasvase de capitales a corto plazo desde el otro lado del Atlántico hacia Europa por un valor aproximado a los 9.000 millones de D. E. G., que fueron reduciéndose gracias al restablecimiento de la balanza de pagos americana en los tres trimestres siguientes y especialmente en el último.

El mercado de eurodivisas continuó su rápida expansión durante el año 1973. Aunque aún no se dispone de las cifras del Banco Internacional de Pagos de Basilea, se estima que los depósitos netos en eurodivisas en los principales centros financieros han aumentado en unos 50.000 millones de dólares entre el final de 1971 y mediados de 1973, alcanzando el mercado un

volumen neto de unos 150.000 millones de dólares. Los nuevos préstamos bancarios a plazo medio del mercado (euroloans) registraron una fortísima expansión durante 1973, situándose en una cifra estimada cercana a los 24.000 millones de dólares, frente a algo menos de 10.000 millones en 1972. Este incremento se debe, en medida sustancial, a los nuevos préstamos tomados por países industrializados, que pasaron de unos 4.500 millones, en 1972, a más de 12.000 millones, en 1973, representando las operaciones de Italia y el Reino Unido 5.400 y 3.000 millones de dólares, respectivamente. También registraron un fuerte aumento los préstamos tomados por países subdesarrollados, que pasaron de unos 3.800 millones de dólares, en 1972, a unos 9.000 millones, en 1973, habiendo sido importantes a este respecto las operaciones de varios países productores de petróleo. Finalmente, los préstamos tomados por países socialistas europeos mostraron también un intenso impulso, que situó su cifra en torno a los 1.500 millones de dólares. Como más adelante se indicará, la crisis del petróleo llevará, inevitablemente, a tomas masivas de préstamos por parte de los países consumidores deficitarios, lo cual impedirá que el tipo de interés sobre los préstamos descienda, al menos en la primera mitad del año 1974.

El mercado del oro reflejó a lo largo de 1973 los períodos de tensión de los cambios, con bruscas subidas del precio de la onza; cuando los mercados cambiarios entraban en fases de mayor estabilidad, los movimientos del precio del oro se invertían parcialmente. Pero, desde finales de noviembre, al suprimirse el doble mercado, y en relación con las expectativas y dificultades creadas por la crisis del petróleo, el precio del oro entró en un período de rapidísimo encarecimiento, pasando desde un nivel de 90 dólares onza hasta cerca de 180 dólares, máxima cotización en abril de 1974.

IV. LA EVOLUCION DE LA PESETA EN LA ESCENA MONETARIA INTERNACIONAL

CUADRO I-9
Balanza de pagos de España

Saldos	Miles de millones de pesetas	
	1972	1973
1. Importaciones	402,0	519,2
2. Exportaciones	252,7	313,5
3. Balanza comercial (2 — 1)	— 149,3	— 205,7
4. Servicios	130,3	156,0
5. Bienes y servicios (3 + 4)	— 19,0	— 49,7
6. Transferencias	55,8	82,0
7. Balanza por cuenta corriente (5 + 6)	36,8	32,3
8. Capital privado largo plazo	60,3	47,2
9. Capital público largo plazo	— 0,2	— 2,6
10. Capital a largo plazo (8 + 9)	60,1	44,6
11. Balanza básica (7 + 10)	96,9	76,9
12. Errores y omisiones	2,4	2,1
13. Capital a corto plazo	— 3,0	11,5
14. Contrapartida D. E. G.	2,9	—
15. Variación saldo pesetas convertibles	5,3	— 18,5
16. Diferencias valoración	— 8,1	— 0,2
17. Variación de reservas (incremento —)	— 96,4	— 71,8

FUENTE: Ministerio de Comercio.

El cuadro I-9 recoge las cifras básicas de la balanza de pagos de España para 1973 y las compara con las obtenidas en 1972. Aunque los distintos subsectores de dicha balanza serán examinados con algún detalle en los sucesivos capítulos de este Informe, conviene hacer aquí algunas observaciones sobre las características principales de las cuentas exteriores españolas durante el pasado año y sobre los cambios que registra respecto de 1972.

El rasgo básico de dichas cuentas es la solidez mostrada por la balanza de pagos por cuenta corrien-

te en un año de intensa presión de la demanda interna, fuertes elevaciones de costes y precios y abundante liquidez interior. Aunque el valor de las importaciones de mercancías avanzó muy fuertemente, los incrementos registrados en las exportaciones de mercancías y los ingresos por servicios y transferencias hicieron posible que el saldo de la balanza por cuenta corriente se mantuviera al fuerte nivel positivo de 32.300 millones de pesetas, solo inferior en 4.500 millones al excedente registrado en 1972 por los mismos conceptos. Y puesto que los movimientos de capitales a largo plazo generaron unas entradas netas de 44.600 millones de pesetas y las salidas netas de capital a corto plazo —determinadas por una importante reducción de saldos en pesetas convertibles— se limitaron a unos 9.000 millones de pesetas, las ya voluminosas reservas exteriores españolas registraron un nuevo incremento de 71.800 millones de pesetas.

Estas cifras anuales no expresan, sin embargo, adecuadamente la evolución a lo largo del año y enmascaran la aportación de las cuentas exteriores de España al proceso de ajuste internacional previo a la crisis del petróleo. Porque a medida que avanzaba la segunda parte del año 1973, la tendencia al excedente por cuenta corriente fue mostrando claros síntomas de desaparición —como era deseable en un país con el grado de desarrollo de España— y la tendencia a la acumulación de reservas exteriores fue ofreciendo signos saludables de paulatina desaparición. En ausencia de la crisis del petróleo, la balanza por cuenta corriente habría mostrado un razonable déficit en 1974 y la balanza global de pagos se habría situado en una posición aproximada de equilibrio en 1975. La elevación del precio de los crudos de petróleo ha venido a alterar sustancialmente estas perspectivas, como se verá más adelante.

La evolución de la peseta a lo largo de 1973 reflejó la tónica de solidez de la balanza de pagos, aunque su relación estable con el dólar y los acusados movimientos de éste respecto de otras monedas la sometió a fluctuaciones bajistas y alcistas en relación con las últimas, cuya consecuencia fue la decisión de flotación adoptada por las autoridades el día 22 de enero de 1974, en busca de una mayor independencia.

La política a seguir respecto al tipo de cambio por las autoridades españolas ha tropezado en los últimos años, y en particular a partir de la crisis de febrero de 1973, con problemas bastante más complejos que en el pasado. Los importantes excedentes de balanza de pagos, persistentes incluso en la fase de reactivación de la economía, planteaban como opción razonable la de una revaluación de la peseta. A su favor podían citarse el propio desequilibrio de la balanza de pagos; la conveniencia, por razones monetarias, de evitar unos aumentos de reservas como los que se venían produciendo; la posible consideración del nivel de reservas alcanzado como excesivo, y la conveniencia de sustituir esos incrementos de reservas por incrementos de la oferta de bienes extranjeros, mitigando, a través de la actuación sobre el tipo de cambio, la presión de la demanda exterior y la presión alcista sobre los precios ejercida tanto por las propias alzas de precios extranjeros como por la fuerte presión de la demanda interior. En contra de esa solución estaba la posibilidad de alcanzar prácticamente los mismos resultados sin revaluar y liberalizando, en cambio, las salidas de capitales y, sobre

todo, las importaciones de bienes y servicios, unido a rebajas arancelarias, con lo que se alcanzaban, además, objetivos adicionales deseables por otras razones. Abogaba también por esta solución el perjuicio que a las industrias exportadoras les podía causar la revaluación. La política seguida de hecho en los últimos años fue una combinación de ambas alternativas. El tipo al contado de la peseta fue revaluado frente al dólar varias veces —véase gráfico I-7—: 0,9 por 100, en octubre de 1971; 4 por 100, en diciembre de 1971; 2,1 por 100, en marzo de 1972; 1,7 por 100, en junio de 1972; 9,4 por 100, en febrero de 1973, y 2,3 por 100, en junio de 1973. Debido a los movimientos de las restantes monedas frente al dólar, estos cambios se tradujeron en revaluaciones más modestas, si se miden por la variación del tipo efectivo de cambio —véase gráfico I-5—: un 5 por 100 aproximadamente a lo largo del primer semestre de 1972 y una elevación hasta el 8 por 100 en la primavera de 1973. En el campo de la liberalización y rebajas arancelarias, las medidas fueron: liberalización de salida de capital a través de fondos y sociedades de inversión mobiliaria y liberalización de inversiones directas en el extranjero, en marzo de 1973; dos listas de liberalización de importaciones antes sujetas a régimen de cupos globales, en junio de 1973; rebajas arancelarias, relativamente generales, en octubre y noviembre de 1973 y enero y abril de 1974, y unos primeros pasos para la liberalización de la importación de productos agrarios. Los resultados de la balanza de pagos muestran que el impacto de todas las medidas reseñadas o no fue muy importante o no se manifestó a corto plazo, siendo lo más probable que ocurrieran ambas cosas a la vez.

A partir de marzo de 1973 surgió otro dilema, el de si la peseta debía continuar vinculada al dólar, si debía ligarse a las monedas europeas de flotación conjunta o si debía flotar independientemente. Si bien podía descartarse la idea de una flotación de la peseta ligada a las monedas europeas, la elección entre mantenerla ligada al dólar o una flotación independiente era mucho más compleja, al no existir razones incontrovertibles a favor de ninguna de estas dos soluciones. La vinculación con el dólar tenía la ventaja de continuidad con el pasado y de familiaridad de exportadores e importadores con el sistema, mientras que la flotación independiente suponía perder esas ventajas a cambio de una libertad de acción más grande, libertad que con el primer sistema tampoco se excluía del todo, puesto que nada impedía modificar, como de hecho se hizo en junio de 1973, la relación fija con el dólar.

Estos problemas generales que se han descrito constituyen el telón de fondo ante el que se desarrolló la política de cambios a lo largo de 1973, cuyas principales incidencias se describen a continuación.

A las crisis monetarias de febrero y marzo de 1973 (1) sucedió un período de calma en todos los mercados internacionales que se prolongó hasta la mitad del mes de mayo. La situación de la peseta a la reapertura del mercado al 20 de marzo podría resumirse en los puntos siguientes:

(1) Véase Informe Anual 1972, página 41.

- Se mantuvo el tipo de cambio central en su nivel de febrero, es decir, en 58,0294 pesetas por dólar, por estimar las autoridades españolas que la estructura de tipos de cambio establecida en dicha fecha era adecuada en una consideración a plazo medio y que la crisis de marzo estaba basada en razones puramente especulativas y de reestructuración de reservas por parte de autoridades monetarias no europeas.
- El tipo de intervención del dólar se situó en el centro de la banda del 2,25 por 100, al nivel de 58,02/58,32 pesetas por dólar.
- El tipo de cambio interbancario, que comenzó por el extremo vendedor del estrecho margen de intervención dentro de la banda, donde se mantuvo durante la semana siguiente a la reapertura del mercado de Madrid, inició una progresiva recuperación a partir del 26 de marzo hasta colocarse en el extremo opuesto, del que, salvo en contadas ocasiones, no se despegaría hasta mediados de junio. Durante la semana citada se produjeron algunas realizaciones de beneficios, que supusieron unas ventas de dólares a la banca por el Banco de España de alrededor de 133 millones de dólares.
- Se estableció un nuevo mecanismo de funcionamiento de las cuentas en pesetas convertibles, por Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973, que sustituyó, endureciéndolo, al establecido sucesivamente por las Ordenes de 19 de octubre de 1971, 28 de julio de 1972 y 6 de febrero de 1973. Como ya se explicó en el Informe Anual de 1972 (1), en virtud de la Orden de 16 de marzo de 1973 se crearon dos clases de cuentas: las Cuentas A, cuentas extranjeras para pagos en España, y las Cuentas B, cuentas extranjeras en pesetas convertibles. Se estableció, además, en la citada Orden, un depósito obligatorio en el Banco de España del 100 por 100 de los incrementos que experimentasen ambos tipos de cuentas a cualquier plazo y se prohibió el pago de intereses sobre las de nueva apertura.

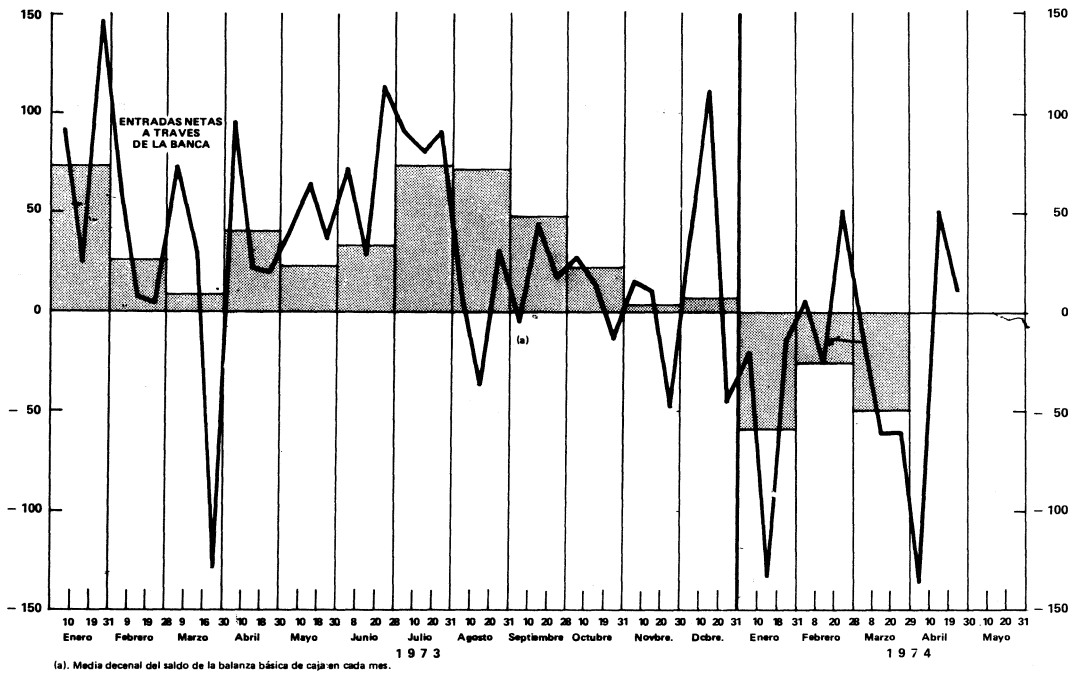
Como se ha indicado anteriormente, a la apertura del mercado el 20 de marzo sucedió un período de tranquilidad en los mercados de divisas, que se reflejó en el de Madrid con ciertas peculiaridades. Las entradas de fondos que afluyeron al mercado español de divisas a partir de esta fecha, como consecuencia de la excelente situación de balanza de pagos, mantuvieron el tipo de cambio de la peseta pegado a la línea de intervención compradora de dólares. Hasta el 15 de mayo, el Banco de España adquirió un apreciable volumen de dólares, que no cabe atribuir a movimientos especulativos. A partir de esa fecha, sin embargo, la extraordinaria alza de las monedas europeas —exceptuándose la libra y la lira— frente al dólar, por razones examinadas en el epígrafe anterior, ocasionó una pérdida en la posición efectiva de la peseta en contradicción con la situación y perspectiva de la balanza de pagos. Ello provocó un movimiento especulativo en favor de la peseta que, dada la eficacia del mecanismo de las pesetas convertibles, hubo de encauzarse a través de retrasos en los pagos y adelantos en los cobros

(2) Véase Informe Anual 1972, página 47.

por parte de importadores y exportadores, respectivamente. En efecto, el gráfico I-6, aunque relativamente simplista, parece confirmar esta hipótesis al colocarse las entradas de dólares a través de la banca (suma de las variaciones en la posición delegada y las compras netas de dólares por el Banco de España) sistemáticamente por encima de la media decenal del saldo de la balanza básica durante los meses de mayo a julio. El descenso de la posición efectiva de la peseta fue agudizándose a medida que el dólar empeoraba en todos los mercados, lo que

GRAFICO I-6

Entradas netas de divisas a través de la banca
(Millones de dólares)

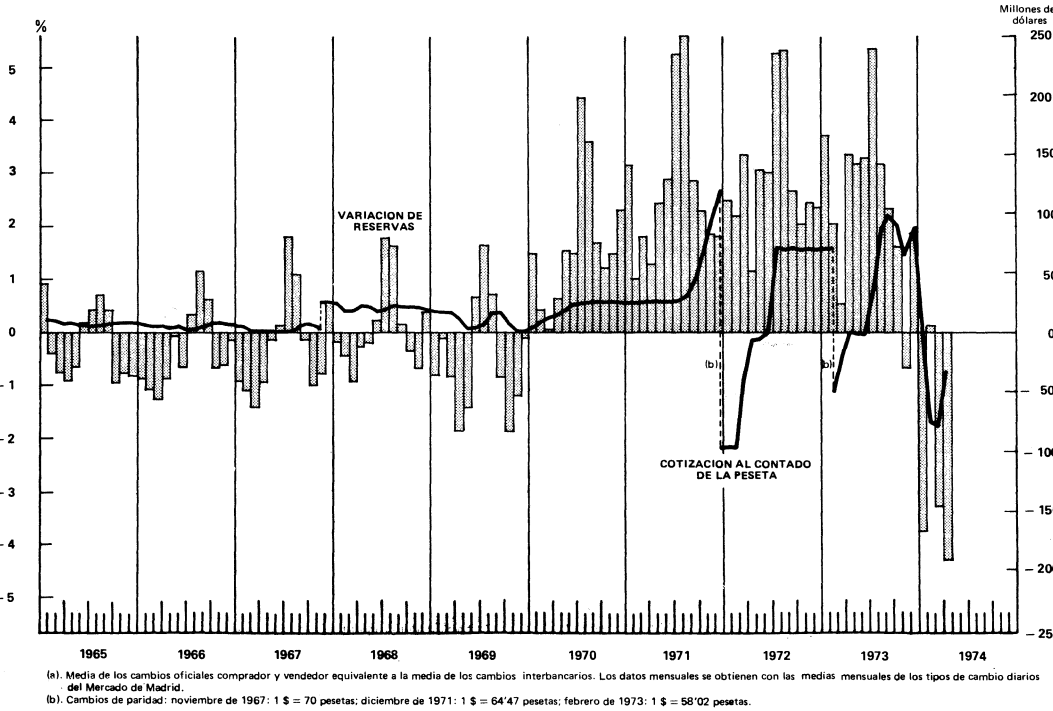


suponía para la economía española un gradual empeoramiento de su relación real de intercambio y un mecanismo adicional de encarecimiento de los productos importados. La posición efectiva de la peseta pasó de una revaluación, el 7 de mayo de 1973, de 8,5 por 100 frente al Mundo, sobre las paridades de mayo de 1970, a una revaluación de menos de un 2 por 100, el 17 de julio, lo que frente al Mercado Común suponía pasar de un 1,6 de revaluación, en la primera fecha, a una devaluación de casi el 11 por 100, en esta última. Las compras de dólares a la banca por el Banco de España fueron, durante el mes de junio y primera mitad de julio, de casi 254 millones, frente a los 188 del mismo período en el año anterior, lo cual implicaba consecuencias desfavorables para la estabilidad interna, amenazada seriamente por problemas de exceso de liquidez.

En vista de tal evolución, las autoridades españolas decidieron elevar, el 17 de julio, el tipo de intervención de la peseta frente al dólar hasta el límite superior de la banda del 2,25 por 100, a la vez que se amplió el margen comprador-vendedor de la intervención, que pasó de 58,02/

GRAFICO I-7

Cotización al contado de la peseta (a) y variación de reservas

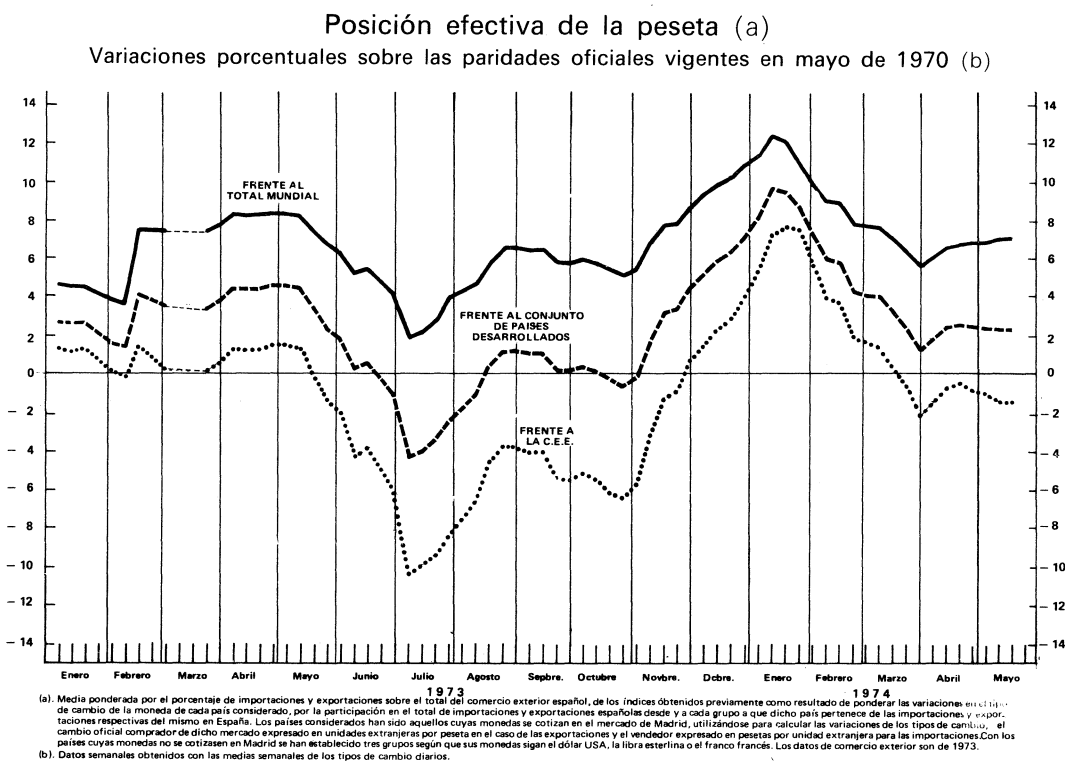


58,32 pesetas por dólar a 56,73/57,33 pesetas por dólar, con lo que se añadió un factor de flexibilidad al mercado interbancario. Se pensaba que la recuperación del dólar no tardaría en producirse y que las medidas adoptadas eran, en consecuencia, suficientes.

Tras la adopción de estas medidas, no se produjeron realizaciones de beneficios, prueba evidente del buen funcionamiento del mecanismo de las pesetas convertibles y, en alguna forma, de la presión en favor de la peseta. Por el contrario, el mercado hasta la segunda mitad del mes de agosto fue oferente neto de dólares, con lo que la peseta se situó de nuevo en el extremo superior del margen de intervención, y ello a pesar de que la divisa americana había comenzado a recuperarse en los mercados internacionales a partir del 27 de julio. Únicamente en la semana del 10 al 17 de agosto —período de máxima recuperación del dólar USA frente a las monedas europeas— el tipo de cambio de la peseta se vio afectado por la situación general de los mercados de divisas europeas, descendiendo hasta colocarse en el extremo vendedor de margen de intervención, lo que obligó al Banco de España a intervenir en el mercado

vendiendo dólares. Después de este breve paréntesis, el tipo de cambio de la peseta volvió a situarse en zona de máxima apreciación frente al dólar, de donde no se movería hasta las últimas semanas de octubre. La posición efectiva de la peseta, como consecuencia de la evolución del dólar y de la política de cambio española, registró, a partir del 17 de julio, una progresiva mejora, que se manifestó, como es lógico, con más fuerza frente a los países del Mercado Común, y se prolongó hasta la segunda mitad de agosto, según se puede observar en el gráfico I-8. Así, frente a la situación del día 17 de julio, la peseta presentaba el 23 de agosto una revaluación del 8,7 por 100, frente al Mercado Común, y del 5,1 por 100, frente al Mundo. Durante septiembre y la primera mitad de octubre, sin embargo, la recuperación de las di-

GRAFICO I-8



visas europeas frente al dólar USA ocasionó un cierto estancamiento en el proceso de elevación del tipo de cambio efectivo de la peseta, que durante este período se mantuvo uno o dos puntos por debajo de la situación en la última fecha indicada.

A partir de la tercera semana de octubre, la posición efectiva de la peseta inició nuevamente un rápido proceso de recuperación, como consecuencia del profundo descenso en la cotización de las divisas europeas frente al dólar. El tipo de cambio interbancario de la peseta frente a esta última moneda se vio afectado por la evolución general de las divisas europeas y durante el mes de noviembre se situó, con algún altibajo, en la zona inferior de la banda de interven-

ción. La presión a la baja, no obstante, no fue fuerte y el Banco de España no hubo de intervenir en ayuda de la peseta más que esporádicamente. Durante el mes de diciembre, el mercado reaccionó nuevamente en favor de la peseta elevando su cotización a la zona de máxima revaluación frente al dólar. La posición efectiva de la peseta registró, por consiguiente, un fuerte impulso, que persistió hasta la segunda semana de enero, en que el índice ponderado de la peseta se situó al nivel del 12,6 por 100 de revaluación, frente al total mundial, y del 7,3 por 100, frente al Mercado Común, sobre las paridades de mayo de 1970, prolongándose dicho efecto en el caso de esta última zona un par de semanas más, en las que el índice se estancó alrededor de dicha tasa.

Aunque la situación de la peseta no fuera preocupante, las autoridades españolas consideraron oportuno ampliar el 6 de diciembre el tipo de intervención del mercado por el extremo vendedor, situándolo en 56,73/57,60 pesetas por dólar. Con ello se intentaba dar una mayor flexibilidad al mercado y limitar la intervención del Banco de España si en un período futuro se iniciaba un movimiento a la baja en la cotización de la peseta. Esta medida trataba de ser realista, dadas las repercusiones que las crisis del petróleo iban a tener sobre la balanza de pagos española, de ningún modo inferiores, en términos relativos, a las que experimentasen las balanzas de otros países europeos. En efecto, desde los primeros días de enero comenzaron a cambiar las expectativas sobre la evolución futura de las cuentas exteriores españolas. La aparición en estas fechas de las primeras estimaciones oficiosas del impacto de los nuevos precios del petróleo sobre la balanza de pagos de los diversos países, elevó de nuevo la cotización del dólar frente al resto de las monedas y la peseta comenzó a resentirse paulatinamente. El Banco de España tuvo que intervenir durante la tercera semana del mes de enero comprando pesetas, al tiempo que rebajaba progresivamente el límite inferior de la banda de intervención hasta colocarlo el día 18 en 58,65 pesetas por dólar, lo que significaba que el margen de la banda de intervención quedaba ampliado a un 3,32 por 100 del tipo central, muy cercano al 4,50 por 100 establecido en los acuerdos del F. M. I. Dadas las perspectivas de balanza de pagos en esos momentos y las condiciones de incertidumbre en que se movían las previsiones sobre su futuro, parecía lógico establecer una política del tipo de cambio más flexible para poder actuar con libertad.

La flotación a la baja del franco francés, el 20 de enero, puso aún más de relieve la conveniencia de disponer de un mayor margen de maniobra para el tipo de cambio de la peseta: primero, porque la medida de las autoridades francesas podría ser el primer paso de una serie de decisiones semejantes que colocarían en situación de inferioridad a aquellos países que mantuviesen un compromiso de intervención del dólar; y en segundo lugar, porque esta situación favorecería las posibilidades de especular en contra de las monedas de estos países. En el caso de España, esta última probabilidad parecía deducirse de la fuerte presión a la baja que la peseta había sufrido en los días anteriores a la flotación del franco francés, en que el Banco de España tuvo que intervenir con ventas considerables de dólares. De modo esencial, la peseta no podría seguir presenciando, ante un futuro incierto de la economía mundial, fluctuaciones de su cotización media efectiva tan intensas como las que había registrado en el

pasado, como resultado de su relación estable con el dólar y de los amplios movimientos de la divisa americana respecto de las otras monedas importantes del mundo. En vista de estas consideraciones, el mercado español permaneció cerrado el día 21, al igual que el de los países de flotación conjunta, y al día siguiente, las autoridades españolas denunciaron frente al F. M. I. su compromiso de intervención del dólar, iniciando la peseta una flotación independiente.

Aunque la decisión de flotación de la peseta se adoptó en un momento en que la divisa española estaba soportando una presión bajista, tras el alza excesiva que le había impuesto el movimiento revaluatorio del dólar, el objeto de la decisión no era provocar una depreciación de la peseta, sino estabilizar aproximadamente su posición media efectiva a través de las fluctuaciones del dólar, el yen y las divisas europeas. Siguiendo este objetivo, el Banco de España ha mantenido su intervención en el mercado de cambios, situando la cotización de la peseta con respecto al dólar con una tónica de estabilidad que la ha dotado, al mismo tiempo, de la flexibilidad suficiente como para mantener la cotización efectiva de la peseta frente al conjunto de las monedas mundiales, durante los primeros meses del año 1974, aproximadamente al nivel medio en que dicha cotización efectiva se mantuvo a lo largo de 1973 y solo muy ligeramente por debajo de su nivel en marzo de dicho año. Ello ha supuesto la aceptación de pérdidas en las voluminosas reservas exteriores de España, por un total de 498 millones de dólares, durante el primer cuatrimestre de 1974.

V. LA CRISIS DEL PETROLEO

Como se ha indicado en los epígrafes anteriores, la economía mundial, en la segunda parte de 1973, avanzaba hacia el año 1974 con unas claras expectativas de recesión, acompañada de unas tasas de inflación que, si no habían de ser sustancialmente menores que las registradas en 1973 a nivel anual, mostrarían, probablemente, una tendencia a la desaceleración, a medida que transcurriera el año. Las medidas anti-inflacionistas adoptadas por todos los Gobiernos y el propio agotamiento del auge habían de conducir a una pérdida moderada de ritmo en el nivel de actividad, más acusada y anterior en los Estados Unidos que en el resto de los países industriales. Las intensas expectativas inflacionistas del público y el alza, aún no totalmente agotada, de los alimentos y las materias primas en los mercados mundiales, aseguraban la entrada en el año 1974 con intensas presiones de precios y costes, pero, a medida que la recesión avanzase, la menor tensión en los mercados de trabajo y materias primas prometía moderar la evolución de los costes, al tiempo que la debilitación de la demanda se encargaría de presionar sobre los márgenes de beneficio. Y sobre este trasfondo de recesión moderada, acompañada de un clima inflacionista intenso, pero en vías de desaceleración, se preveía una continuación del proceso de ajuste de balanzas de pagos orientado hacia un mayor equilibrio de los pagos en el grupo de países industrializados.

Este cuadro de previsiones se desmoronó, sin embargo, bruscamente, bajo el impacto de la crisis del petróleo en los últimos meses de 1973.

Mientras la demanda mundial de energía primaria comercial había venido aumentando a lo largo de los últimos catorce años a una tasa media acumulativa anual situada entre el 4,5 y 5 por 100, la demanda global de petróleo había registrado un ritmo de incremento del 8 por 100, a lo largo de la década iniciada en 1960, y del 9 por 100, a partir de 1970 (con un pequeño desfallecimiento en 1971, como consecuencia de la debilitación del ritmo de actividad mundial). Este rápido incremento de la demanda de petróleo hay que atribuirlo no solo al crecimiento de la economía mundial, sino también a la fuerte expansión de la petroquímica y del transporte autónomo basado en el petróleo; así como a la regresión técnica y económica de las formas alternativas de energía.

Durante la década de los años 60, el desarrollo de la demanda no encontró resistencias del lado de la oferta e incluso se observaron excedentes de producción de petróleo. Sin embargo, a partir del año 1970 comenzaron a registrarse, por una parte, restricciones técnicas en países con reservas de petróleo en proceso de agotamiento y, por otra, restricciones económicas, debidas a la insatisfacción de los países productores con el precio de los crudos y con los problemas planteados por el fuerte y creciente ritmo de extracción. Las restricciones de carácter político iniciadas por los países árabes en octubre de 1973, a raíz del conflicto árabe-israelí, y las posteriores elevaciones del precio de los crudos, hay que contemplarlas sobre el trasfondo de los problemas a largo plazo del petróleo.

Al ritmo de extracción de los últimos años, se piensa que las reservas clásicas conocidas de petróleo tenderían a agotarse en un plazo de unos treinta años, aunque se estima que existen aún en el mundo recursos potenciales considerables sin detectar. Las reservas no clásicas (arenas y pizarras bituminosas) son muy importantes, pero las dificultades de orden tecnológico y los altos costes de producción han impedido hasta ahora la utilización de esta fuente de suministro. Por otra parte, las fuentes de energía alternativas presentan asimismo serias dificultades: en el caso de la energía hidráulica, existen techos máximos de producción previsibles, aunque susceptibles de elevación en el caso de que el precio de la energía se elevase apreciablemente; la producción mundial de carbón se encuentra en regresión, debido al progresivo agotamiento de las reservas conocidas económicamente explotables y también a las crecientes dificultades para encontrar mano de obra adecuada; el gas natural cuenta aún con un escaso desarrollo, y la producción de energía de origen nuclear solo ha registrado una lenta expansión. En este panorama, no es de extrañar que los países productores mostrasen una insatisfacción creciente respecto del precio de los productos petrolíferos y estuvieran dispuestos a impulsarlos al alza.

Sus preocupaciones se veían afectadas, al mismo tiempo, por los problemas derivados de la inflación mundial y del desorden monetario internacional. Los progresivos ritmos de expansión de la demanda mundial de petróleo estaban obligando a extraer sus reservas a ritmos crecientes, que poco tenían que ver con las posibilidades de gasto de los países productores. En consecuencia, estos últimos estaban, de hecho, cambiando reservas de petróleo —fuente de

energía con un claro horizonte de escasez— por reservas mantenidas en activos financieros internacionales y sometidas a la erosión impuesta por el proceso inflacionista mundial y por las devaluaciones de algunas de las más importantes monedas de reserva. Los países productores de petróleo, países en general en fases modestas de desarrollo económico, habían de mostrar una lógica preocupación sobre el sentido de esta explotación de sus recursos, desde el punto de vista de las necesidades de sus generaciones futuras. Eran razonables, por consiguiente, sus esfuerzos por lograr un mayor control de los ritmos de extracción, por imponer una elevación del precio de los productos petrolíferos y por lograr una creciente participación en los beneficios del sector.

La crisis del petróleo iniciada en las últimas semanas del mes de octubre de 1973 estuvo compuesta por dos elementos, uno de ellos transitorio y otro permanente, de efectos distintos sobre la economía mundial. El elemento transitorio consistió en las restricciones de oferta impuesta por los países árabes, de forma discriminada, como reflejo de su decisión de utilizar el petróleo como arma política para influir en la evolución del conflicto árabe-israelí. Estas restricciones de la oferta amenazaron con provocar en la economía mundial una gravísima depresión, suscitada por las limitaciones físicas en el lado de la oferta y, por consiguiente, con difíciles y escasas posibilidades de ajuste. Tal amenaza se cernió sobre el mundo desde finales de octubre de 1973 hasta mediados de enero de 1974, fecha en que resultó claro que los países árabes, cualquiera que hubiera sido la importancia de las restricciones de oferta efectivamente practicadas en los meses anteriores, no estaban dispuestos a inferir graves daños a la economía mundial por esta vía; desde el mes de enero, solo se mantuvieron las restricciones a un número reducido de países, el más importante de los cuales era Estados Unidos, para quien el problema revestía una importancia relativamente menor, dada la pequeña participación del petróleo árabe en sus suministros totales de energía. En el mes de marzo, la restricción de suministros a Estados Unidos fue levantada.

El elemento permanente de la crisis del petróleo vino determinado por la fortísima elevación de los precios de los crudos impuestos por los países productores. Tales precios, que habían mostrado incluso una suave erosión a lo largo de la década iniciada en 1960, comenzaron a registrar elevaciones apreciables a partir de 1971. Refiriéndonos al precio F. O. B. del petróleo del Golfo Pérsico, de tipo ligero, el mismo había pasado de 1,32 dólares por barril, a principios de 1971, a 1,86 dólares, al finalizar el año 1972, para alcanzar 2,32 dólares, al comenzar el mes de agosto de 1973. El 16 de octubre de ese año, los países árabes productores situaron dicho precio en 3,65 dólares y, al iniciarse el año actual, el mismo había alcanzado cotas situadas en torno a los 9 dólares por barril. En los primeros momentos, cuando persistía la amenaza de las restricciones de suministro de carácter político, la precipitación de los países consumidores por asegurarse una oferta adecuada de petróleo les llevó a pujar con tal intensidad en las subastas de crudos procedentes de «royalties» que, en numerosos casos, las adjudicaciones se hicieron a precios situados entre 16 y 20 dólares por barril en tales subastas. A medida que las expectativas respecto de los ritmos de suministro se aclararon, tan desorbitados precios tendieron a ceder; pero los precios básicos normales de los crudos persistieron en sus

nuevos niveles. El precio medio C. I. F. de los crudos en Europa, que se había mantenido en torno a los 3,25 dólares por barril en la primera parte de 1973, se situaba por encima de los 9 dólares por barril en los primeros meses de 1974. De los argumentos apuntados en los párrafos anteriores se deduce que el precio del petróleo había estado situado a niveles excesivamente bajos en relación con las previsiones energéticas mundiales y que su elevación no solo era una reivindicación justa por parte de los países productores, sino que se trataba incluso de un movimiento deseable desde el punto de vista de la economía mundial, un tanto despreocupada de la amenaza de escasez energética futura y adentrada en un proceso de crecimiento basado en energía barata, poco justificable en una consideración a largo plazo. Problema distinto es el del nivel del precio de equilibrio del petróleo a plazo medio y, sobre todo, el del ritmo al que hubieran debido moverse los precios desde sus anteriores niveles hasta tal cota de equilibrio, de modo que se hubiera dado a la economía mundial un plazo más largo para absorber el proceso de ajuste sin graves perturbaciones. Por el momento, aunque el precio de los crudos descendiera algo en los próximos meses —cosa improbable—, no parece que tal movimiento tuviera importancia bastante para alterar sustancialmente la gravedad del problema planteado.

Dejando de lado el tema del ritmo de alza de precios del petróleo que hubiera sido más deseable desde el punto de vista de la economía mundial, puesto que corresponde a la historia conjetural, lo cierto es que el mundo se enfrenta con las graves dificultades derivadas del fortísimo incremento en el precio de los crudos. En un sentido estricto, se trata de un problema de transferencia de renta desde los países consumidores a los países productores de petróleo, sustancialmente cualificado por la escasa capacidad de incremento del gasto por parte de este último grupo de países, dados los modestos niveles de desarrollo de sus economías y sus reducidos volúmenes de población. Se trata, por tanto, de una transferencia masiva de recursos que afecta negativamente, y de modo inevitable, a los países consumidores de petróleo, tomados en su conjunto, reduciendo de una sola vez su producto nacional real y su nivel de bienestar a través del empeoramiento de su relación real de intercambio con el grupo de países productores; y que afecta de modo muy diverso a los distintos países consumidores, atendiendo a la participación del petróleo en su consumo de energía y al grado de cobertura del consumo de petróleo por producción nacional.

Tratemos de cuantificar estos efectos. El impacto contractivo inmediato del alza de precios del petróleo —medido en términos del porcentaje que representa el empeoramiento de la balanza comercial sobre el P. N. B.— ha sido estimado por la O. C. D. E. en un 1,3 por 100 del P. N. B., para el conjunto de sus países miembros, y en un 2 por 100, aproximadamente, para el conjunto de Europa y el Japón, con una dispersión que va desde 0 en Canadá y 0,8 por 100 en Estados Unidos hasta un 2,5 por 100, aproximadamente, en los casos de Italia y El Reino Unido; estas cifras tienen ya en cuenta una posible reducción en el consumo de petróleo, como consecuencia del alza de precios, y un posible aumento de las exportaciones hacia los países productores de petróleo a precios que reflejan el impacto inflacionista interior. Dicho con otras

palabras: como consecuencia del alza del precio del petróleo, los países europeos, por ejemplo, transferirán renta a los países productores de petróleo por un 2 por 100 de su P. N. B. en 1974. Suponiendo que la relación real de intercambio entre ambos grupos de países no se modifique sustancialmente en el futuro, esa transferencia hará perder, por sí sola, a los países europeos —para seguir con el ejemplo— un 2 por 100 del P. N. B. en el año.

La modificación de los saldos de las balanzas de pagos por cuenta corriente, como consecuencia de la elevación de los precios de los productos petrolíferos, adquiere caracteres dramáticos. Los ingresos de los países productores de petróleo aumentarán en 1974 en unos 60.000 a 65.000 millones de dólares, como consecuencia del alza del precio de los crudos; y, dada la escasa capacidad de gasto de este grupo de países, por intenso que sea su esfuerzo de aumento de las importaciones, la balanza por cuenta corriente del grupo registrará una mejora del orden de los 55.000 a 60.000 millones de dólares en 1974. Como contrapartida, los países subdesarrollados no productores de petróleo registrarán un empeoramiento en los saldos de sus balanzas por cuenta corriente situado entre 7.000 y 10.000 millones de dólares y el conjunto de los países de la O. C. D. E. experimentará una deterioración de su balanza global por cuenta corriente de 45.000 ó 50.000 millones de dólares, situándose sus déficits absolutos por cuenta corriente en el año en torno a los 7.500 u 8.000 millones de dólares, en los casos del Reino Unido y el Japón; 5.500 millones de dólares, en el caso de Italia; 4.000 millones de dólares, en Estados Unidos; 3.500 millones de dólares, en Francia, y 1.000 millones de dólares, en Alemania.

El punto básico del problema consiste en que el déficit global por cuenta corriente de los países consumidores frente a los países productores de petróleo no puede ser reducido mediante esfuerzos individuales de los países en sentido deflacionista o de competencia comercial (devaluaciones, proliferación de barreras comerciales, etc.), que se limitarían a redistribuir el déficit global dentro del conjunto de los países consumidores de petróleo o bien solo lograrían reducirlo algo —teniendo en cuenta la notoria rigidez de la demanda de petróleo— si, transmitiéndose en cadena, acabaran sumiendo a los países consumidores en una grave depresión económica. Desde el punto de vista global, el déficit por cuenta corriente de los países consumidores frente a los países productores de petróleo no puede ser reducido sustancialmente, a corto y medio plazo, por aquéllos, en vista de la imposibilidad de los últimos para reducir paralelamente su superávit; no hay proceso alguno de ajuste que permita resolver a corto y medio plazo el problema, y ni siquiera una grave depresión mundial lo lograría.

El reconocimiento de tal situación debería bastar a los países consumidores para alejar la tentación de buscar el ajuste mediante políticas de restricción de la demanda o políticas competitivas, encaminadas a trasladar sobre los demás países del grupo una parte mayor del déficit global, porque el resultado sería una grave depresión mundial. Y la tentación habría de ser resistida, a pesar de que la elevación de los precios de los productos petrolíferos determinará alzas importantes de precios en todas las economías, que vendrán a incidir sobre el intenso clima de inflación que la economía mundial ha venido registrando durante los últimos

años. La única vía abierta, en caso de mantenerse los actuales precios de los crudos, consiste en un esfuerzo de cooperación internacional encaminado a absorber el impacto de un clima de razonable expansión, sin desatender la lucha con las tensiones inflacionistas heredadas del pasado reciente. No cabe ocultar las dificultades de tal línea de actuación, especialmente en las débiles condiciones actuales de la cooperación internacional.

La primera implicación de tal actitud consiste en aceptar que los países consumidores de petróleo habrán de cubrir los importantes déficits de sus balanzas de pagos por cuenta corriente endeudándose, directa o indirectamente, con los países excedentarios, es decir, con los países productores de petróleo. Estos dedicarán una parte de su excedente por cuenta corriente a realizar inversiones directas y de cartera de los países industriales; y han decidido constituir un Fondo especial destinado a facilitar ayuda a los países en vías de desarrollo no productores de petróleo, para los cuales el alza de los crudos implica un empeoramiento de sus cuentas exteriores superior al volumen de financiación para el desarrollo que venían recibiendo de los países avanzados —aunque dicho Fondo, formalmente constituido el día 7 de abril de 1974 en Ginebra, se nutrirá de contribuciones voluntarias de los países de la O. P. E. P., de modo que resulta imposible prever el volumen de la ayuda así encauzada—. En todo caso, una parte sustancial del excedente será colocada en el mercado de eurodivisas, y a él habrán de ir a buscar cantidades importantes de financiación los países consumidores de petróleo a fin de cubrir sus déficits exteriores.

Ni el impacto del encarecimiento de los crudos es similar para todos los países importadores —dependiendo de la estructura de su demanda y de su producción de productos energéticos— ni todos los países consumidores están en condiciones similares para financiar sus déficits, atendiendo a sus niveles de reservas, deuda exterior, facilidades de acceso a los mercados financieros internacionales, etc. Por ello, el F. M. I. ha sugerido, estudiado y propuesto la creación de una línea especial de financiación, destinada a proporcionar fondos de préstamo a los países consumidores, durante los años 1974 y 1975, para atender sus dificultades exteriores, como consecuencia del alza del precio de los crudos y en relación con la importancia de tales dificultades para cada país, es decir, concediendo mayores facilidades relativas a los países en vías de desarrollo y a los que registran un mayor incremento en el valor de sus importaciones en relación con su nivel de reservas exteriores.

Los países consumidores se verán, en todo caso, ante la difícil tarea de graduar la tasa de expansión económica que consideren razonable en las circunstancias actuales y de decidir las líneas de política compensatoria estimulante que parezca más adecuado utilizar para alcanzar los objetivos propuestos. Ya se ha indicado que el año 1974 habría sido un período de desaceleración económica en los países industriales, aun sin la crisis del petróleo. El agotamiento del intenso auge vivido durante 1972 y 1973 y las medidas restrictivas adoptadas por las autoridades a lo largo del pasado año habían de conducir a una apreciable reducción del ritmo de expansión real de la economía mundial en 1974. Pero la crisis del petróleo ha venido a acentuar tales tendencias. Al impacto depresivo inicial, que ya se ha indicado anteriormente, de-

terminado por el trasvase de renta impuesto por el fuerte empeoramiento de la relación real de intercambio en los países consumidores, habrán de sumar éstos otros efectos, inducidos de sentido asimismo depresivo. Por una parte, dadas la escasa elasticidad-precio a corto plazo de la demanda de productos petrolíferos y la erosión impuesta a las rentas reales disponibles para el gasto por el alza de los precios de dichos productos y por su transmisión a lo largo y lo ancho de la economía, se ha de prever una apreciable reducción en el ritmo de crecimiento del consumo privado en términos reales, con especial repercusión sobre la demanda de consumo real de otros productos de demanda menos rígida. Por otra parte, la pérdida de vigor de la economía mundial afectará a los ritmos de avance de las exportaciones en términos reales. Y la debilitación de estos componentes de la demanda —tal vez algo atenuada, en el caso del primero de ellos, por una reducción de la propensión al ahorro— tenderá a disminuir la inversión, afectada ya negativamente, desde los últimos meses del pasado año, por la incertidumbre generada por la crisis del petróleo. Es cierto que la nueva estructura de precios de los productos energéticos abrirá nuevas líneas de inversión en este campo; pero ni su efecto compensador tendrá intensidad bastante ni hay que contar con un importante impulso estimulante de esas inversiones a corto plazo. Por otra parte, el encarecimiento de los productos petrolíferos afectará, en forma especial y directa, a las expectativas de inversión en el sector del automóvil, que representa, incluyendo la industria auxiliar, de un 15 a un 19 por 100 de la renta industrial en un buen número de países avanzados. En resumen, la crisis del petróleo ha impartido un efecto depresivo a la economía mundial que, superpuesto a la tendencia rece-

CUADRO I-10

Crecimiento del P. N. B. en las siete principales economías de la O. C. D. E.

Variaciones porcentuales

	Promedios	Respecto del año anterior		
	1959-1960 a 1970-1971	1972	1973	1974 (provisio- nal)
Canadá.	4,9	5,8	7,0	4,3
Estados Unidos.	3,9	6,1	5,9	—
Japón.	11,1	9,6	10,4	1,8
Francia (a).	5,8	5,5	6,3	4,3
Alemania.	4,9	3,0	5,5	0,8
Italia.	5,5	3,5	5,2	5,0
Gran Bretaña (a).	2,9	3,0	5,6	— 2,5
Total de los países anteriores (b).	4,8	5,8	6,5	1,0
Excluido el Reino Unido.	5,5	6,0	6,6	1,3

(a) Producto Interior Bruto.
(b) Con ponderaciones y tipos de cambio de 1973.
FUENTE: O. C. D. E.

siva que se habría manifestado en todo caso, llevará en 1974 a una apreciable reducción en los ritmos de crecimiento de las economías en términos reales y a un considerable incremento del paro involuntario a medida que transcurre el año. El cuadro I-10, que recoge las previsiones de la O. C. D. E. para algunos de los más destacados países industriales del grupo —prescindiendo de posibles políticas compensatorias—, refleja tan poco favorables perspectivas: para varios de los países contemplados, las previsiones para 1974 son de estancamiento o casi estancamiento; para todos ellos, la pérdida de ritmo en el crecimiento real entre 1973 y 1974 es sustancial. Los ejercicios de previsión están cargados este año de elementos de incertidumbre muy superiores a los habituales; pero la tendencia que señalan es clara y la intensidad del fenómeno difícilmente puede suavizarse, si los precios de los crudos se mantienen aproximadamente a sus niveles actuales. La economía mundial vivirá en 1974 más de elementos de inercia que de nuevos impulsos expansivos.

El esfuerzo por distribuir en el tiempo las consecuencias inmediatas y detener los efectos depresivos secundarios del alza de los precios del petróleo habrá de expresarse en una política económica compensatoria. No cabe ignorar, sin embargo, los difíciles dilemas y limitaciones que tal política habrá de afrontar. El impacto inmediato del encarecimiento de los crudos sobre los precios de consumo de los países europeos ha sido estimado por la O. C. D. E. como cercano a tres puntos porcentuales para 1974; y no cabe esperar una compensación apreciable de un descenso de los elevadísimos precios internacionales de los alimentos y las restantes materias primas, al menos hasta que la baja de la coyuntura mundial se haga patente en los mercados internacionales durante la segunda parte del año. Así, pues, la intensa inflación mundial recibirá un nuevo impulso del alza de los precios del petróleo, que se transmitirá a través de las complejas articulaciones de los precios de las economías; y ello estimulará fuertes elevaciones de salarios monetarios, en respuesta a la erosión registrada en su poder real de compra durante los meses pasados y a las expectativas inflacionistas, a pesar de la previsible debilitación de la demanda en el mercado de trabajo y del previsible descenso en la productividad media del trabajo. Los márgenes unitarios de beneficios tenderán, por su parte, a elevarse en términos absolutos, aunque se mantengan estables en términos relativos y la desaceleración de la demanda afecte negativamente a su nivel global. La aceleración del proceso inflacionista tenderá a centrarse en la primera parte de 1974, pero la difusión de las alzas de precios continuará durante el segundo semestre del año. El cuadro I-11 ofrece una buena ilustración de la prevista aceleración de la inflación en 1974, a partir de las estimaciones de la O. C. D. E. para un importante grupo de sus países miembros. Los precios crecerán probablemente bastante menos que la media en Alemania, Estados Unidos y Canadá; pero en numerosos países de la O. C. D. E. la tasa prevista de inflación se sitúa entre el 12 y el 17 por 100 para 1974.

El intenso clima inflacionista heredado del pasado y el hecho de que los impactos depresivos se canalicen a través de nuevos impulsos alcistas de los precios, condicionan las líneas de actuación de una política económica compensatoria. El intento de combatir los elementos de recesión mediante una política monetaria notoriamente expansiva, comporta el riesgo de agravar

Precios al consumo (a)

Variaciones porcentuales: ajustadas estacionalmente a tasas anuales

	Respecto del año anterior			Respecto del semestre anterior			
	1972	1973	1974	1973 I	1973 II	1974 I	1974 II
Canadá.....	3,5	5,4	8,0	4,9	8,2	8,3	7,3
Estados Unidos.....	2,6	5,2	8,5	5,4	7,8	9,0	7,8
Japón.....	4,4	11,5	16,5	11,9	16,4	17,8	14,5
Francia (b).....	6,2	7,5	12,8	6,2	10,4	14,0	12,0
Alemania.....	5,7	7,2	8,5	7,4	6,8	9,3	8,8
Italia (b).....	5,7	10,7	13,0	12,1	10,4	14,3	13,3
Gran Bretaña.....	6,5	8,5	12,5	8,0	9,0	12,5	16,0
Total de los precios anteriores (c).	4,0	7,1	10,5	7,1	9,4	11,3	10,0

(a) Deflactor implícito de precios de la Contabilidad Nacional.

(b) Índice de precios al consumo.

(c) Ponderaciones y tipos de cambio de 1973.

FUENTE: O. C. D. E.

el proceso inflacionista y de ejercer un efecto adverso sobre la balanza de pagos, tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital. El esfuerzo por compensar la caída de la renta real disponible para el gasto de los consumidores, a través de fuertes alzas de los salarios monetarios, acelerarían asimismo la inflación o, en caso de no ser respaldada por una política monetaria fuertemente expansiva, implicaría una importante redistribución de rentas con cargo a beneficios que afectaría depresivamente a la demanda de inversión. La depreciación cambiaria difícilmente conseguiría intensificar el volumen real de exportaciones, al tiempo que, al encarecer los precios interiores de los bienes de importación, intensificaría el clima inflacionista. Parece, pues, que la política económica compensatoria ha de centrarse en la utilización de los instrumentos fiscales, acompañados de una política monetaria moderadamente expansiva.

Las opciones dentro de los instrumentos fiscales son, sin embargo, importantes y aparecen condicionadas por los mismos problemas ya expuestos. Un incremento del gasto público en bienes y servicios ejercerá, sin duda, un efecto expansivo —con intensidad y con retrasos dependientes del tipo de gasto público objeto del incremento—, pero también comportará, más allá de ciertos límites, una mayor presión inflacionista. La ampliación de las subvenciones públicas permitirá contener parcialmente las alzas de precios y reducir, por tanto, la erosión de las rentas reales disponibles para el gasto, como consecuencia de la inflación; en la medida que se contribuya de este modo a sostener el avance del consumo real, esta línea de actuación

tendrá un efecto compensatorio logrado por vías ventajosas, desde el punto de vista de la evolución de los precios y del futuro de la balanza de pagos; pero el efecto multiplicador será menor que en el caso de la expansión del gasto público en bienes y servicios, lo cual puede ser importante si los elementos depresivos actúan con intensidad sobre la economía. Aún habrá que decidir los grupos de productos a que se refieren las subvenciones —entre los que los productos petrolíferos no son, ciertamente, los más idóneos en la medida que las subvenciones a los mismos retrasarían los deseables reajustes en la estructura de la demanda—.

Finalmente, puede conseguirse un efecto similar al logrado por la vía de las subvenciones mediante las reducciones de impuestos, que suponen compensar una parte de la erosión de renta real provocada por el alza de precios o compensar parcialmente el desaliento que la inversión pueda registrar como consecuencia de la caída de las expectativas empresariales, y cuya eficacia dependerá, como es natural, del grado de flexibilidad del sistema impositivo existente en cada país.

Las líneas de actuación indicadas, ligadas a políticas de precios y rentas, ofrecen a los Gobiernos una gama de posibles combinaciones no indiferentes entre las que los Gobiernos habrán de decidir atendiendo a sus prioridades sobre crecimiento, inflación y distribución social de la carga que el alza de precios del petróleo impone a todos los países consumidores. En los primeros momentos de la crisis, cuando el problema radicaba en una limitación cuantitativa de la oferta de productos energéticos, varios países adoptaron medidas de orientación deflacionista encaminadas a absorber una parte del exceso de la demanda sobre la oferta posible en términos monetarios. Con posterioridad, a medida que las limitaciones cuantitativas de oferta dejaron paso al problema del alza del precio de los crudos, los países industriales adoptaron tónicas más expansivas de política económica, y cabe prever que, con el transcurso del año, al irse absorbiendo las subidas de precios y expresarse la caída de la demanda en tasas crecientes de desempleo, el orden de prioridad de los objetivos inspiradores de la política económica tienda a inclinarse progresivamente en favor de moderadas medidas expansivas, cuya efectividad dependerá, en buena medida, del grado de cooperación internacional.

VI. LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

La crisis del petróleo ha afectado también profundamente el panorama de la reforma del sistema monetario internacional, alejando definitivamente cualesquiera esperanzas de que el problema entrara en vías de solución en un próximo futuro. No quiere esto decir, sin embargo, que antes de la crisis del petróleo la marcha de los trabajos encaminados a la reforma del sistema permitiera sustentar expectativas demasiado optimistas, y cabe albergar serias dudas de que la fecha de 31 de julio de 1974, que se fijó el Grupo de los Veinte en la reunión de Nairobi de septiembre de 1973, para llegar a un documento final que contuviese las bases de la reforma, hubiera podido ser respetada.

El Grupo de los Veinte no ha podido responder a la confianza que en él se depositó en el momento de su creación, en septiembre de 1972, como cauce básico de la reforma del sistema. El insuficiente grado de cooperación internacional y las divisiones que separaban las actitudes de distintos grupos de países ante los problemas planteados, dificultaban el avance en un terreno que se veía, además, profundamente afectado por las simultáneas convulsiones monetarias y por los procesos de ajuste de las balanzas de pagos derivados de los nuevos realineamientos de paridades.

Existe un acuerdo general sobre la conveniencia de que en el sistema reformado, los tipos de cambio se muestren más flexibles que en el pasado, de modo que las autoridades nacionales los utilicen con más frecuencia como modo de corregir desequilibrios exteriores. Dificultad mayor plantea, sin embargo, el establecimiento de mecanismos y criterios que regulen esa deseada flexibilidad. Los Estados Unidos han insistido en la necesidad de establecer un conjunto de indicadores objetivos —centrados en un indicador de reservas—, que deberían ser utilizados como piezas importantes para que la comunidad internacional efectuara valoraciones globales sobre la situación de los países que registraran apreciables desequilibrios exteriores en uno u otro sentido; y han insistido en la necesidad de articular mecanismos de presión para forzar a los países a adoptar políticas conducentes al ajuste exterior con suavidad y rapidez, llegando incluso a proponer la preparación de un cuadro de sanciones, en el caso de que los países afectados hicieran caso omiso de las recomendaciones internacionales. Pero no todos los países están de acuerdo en la conveniencia de utilizar indicadores objetivos de carácter mecánico, ni en la forma que podrían adoptar, en su caso, las presiones y las sanciones previstas y ni siquiera en la conveniencia de que tales sanciones existieran. Debe señalarse, por lo demás, que en este campo parece haberse avanzado notablemente en el camino de la reforma del sistema, en la medida que las diversas autoridades económicas han ido abandonando las actitudes que dificultaron en el pasado los movimientos rápidos y frecuentes en los tipos de cambio. De hecho, se ha llegado a una situación de flotación casi generalizada de monedas que, aunque tal vez no sea un sistema ideal de cara a un futuro dominado por condiciones más normales, ha permitido salvar con relativa comodidad muchas de las dificultades planteadas a lo largo de los últimos meses —y especialmente la crisis del petróleo—, que en un régimen de tipos de cambio fijos habrían dado lugar a convulsiones de imprevisible magnitud. Al mismo tiempo, las autoridades han ido convenciéndose de las ventajas de la flexibilidad cambiaria y de la conveniencia de que, aun en el caso de que en el sistema reformado del futuro se mantengan tipos de cambio fijos, pero ajustables, éstos se muevan con frecuencia y rapidez y dejen paso a situaciones de flotación cuando las circunstancias se compliquen y no exista una clara orientación respecto de la estructura cambiaria más deseable.

Existe también un amplio acuerdo sobre la necesidad de que en el sistema reformado se generalice la liquidación de saldos en activos primarios, reduciendo sustancialmente el papel de las monedas de reserva. Existen, sin embargo, apreciables diferencias entre la forma en que distintos grupos de países contemplan ese mecanismo de liquidación de saldos. Algunos países, principalmente europeos, dispuestos a conjurar la posibilidad de volver a los problemas del

pasado, han exigido un sistema prácticamente automático de liquidación en activos primarios, con una reducción a un mínimo de los saldos mantenidos en moneda de reserva (su reducción, prácticamente, a los saldos exigidos por las necesidades derivadas de la intervención en cambios). Los Estados Unidos, por su parte, aun aceptando el sistema de liquidación en activos primarios, consideran que sería conveniente otorgar una mayor flexibilidad al sistema, permitiendo a los países decidir sobre el volumen de los saldos que desean mantener en monedas de reserva, sin establecer mecanismos obligatorios de conversión, aunque limitando la convertibilidad de las tenencias de moneda de reserva cuando éstas alcanzaran determinados volúmenes. El tema está ligado, por otra parte, a la estructura e importancia relativas atribuidas a los diferentes activos primarios en el nuevo sistema, al problema de la conservación del valor y del tipo de rentabilidad de los D. E. G. —es decir, al problema de su atractivo, en cuanto activos de reserva— y al tema del papel del oro en el nuevo sistema, puesto que no basta con desear la desmonetización del oro para conseguirla de hecho.

La crisis del petróleo ha venido a incidir, naturalmente, sobre todos estos problemas. En la medida que el sistema de flotación generalizada de monedas ha permitido superar el impacto inicial de la crisis con relativa tranquilidad, parece imposible pensar en su abandono en un próximo futuro para ser sustituido por un sistema de tipos de cambios fijos, pero ajustables, cualesquiera que sean los mecanismos a que se confía su funcionamiento, basado en la flexibilidad y rapidez de los movimientos cambiarios. También ha resultado afectada cualquier discusión sobre los excesos de reservas y la conversión o consolidación de los mismos, puesto que ningún país consumidor de petróleo acepta estar en posesión de un exceso de reservas en los momentos actuales. Al propio tiempo, la crisis del petróleo ha evidenciado la necesidad de encontrar un activo de reserva capaz de ofrecer una rentabilidad suficiente y asegurar, además, una razonable conservación del valor en el tiempo; y no cabe duda de que ha sido la inexistencia de tal tipo de activo de reserva uno de los determinantes de las decisiones de los países árabes en relación con el precio del petróleo. La crisis del petróleo ha venido así a alterar el esquema temporal de la reforma. Si el mundo debe vivir en un régimen de flotación generalizada durante un período de tiempo previsiblemente largo, entonces ha de atenderse a los problemas más graves que plantea esa flotación y tratar de llegar al establecimiento de un código que contenga un conjunto de normas generalmente aceptadas sobre los mecanismos de flotación, que eviten el mal uso que del sistema pueda hacerse. Pero, además, un sistema de flotación generalizada de monedas resuelve muchas dudas sobre la forma de conservar el valor de los D. E. G. en el tiempo, puesto que no deja otra salida practicable que la consistente en ligar los D. E. G. a un conjunto de monedas de destacada importancia en las transacciones internacionales, previéndose tal vez periódicas revisiones al alza de su valor en relación con tal conjunto de monedas.

La crisis del petróleo lleva, por otra parte, a la necesidad urgente de encontrar una vía que permita acabar con la inmovilización del oro en las reservas de los Bancos Centrales; porque, cualesquiera que sean las pretensiones sobre la desmonetización del oro, éste continuará ocupando una posición relevante con las actuales previsiones de inflación mundial generali-

zada y la creación de condiciones para su movilización parece importante en momentos de graves dificultades entre los países consumidores de petróleo para hacer frente, con cargo a reservas o a financiación compensatoria, a los déficits de sus balanzas de pagos básicas. Finalmente, la crisis del petróleo obliga a replantearse con cierta urgencia el problema de volver a dotar de más vitalidad al F. M. I., a través del cual podría organizarse, por otra parte, como ha propuesto su Director Gerente, Sr. Witteveen, un sistema de encauzamiento de financiación desde los países productores a los países consumidores de petróleo, para atender a los problemas de balanza de pagos de estos últimos en proporción a sus dificultades.

Todo esto ha llevado, lógicamente, a la liquidación del Grupo de los Veinte y al reforzamiento del F. M. I. El Grupo ha celebrado, a mediados del mes de junio, su última reunión, en la que ha aprobado un documento que pueda servir de base, en su día, para la reforma del sistema, pero en el que no han desaparecido las divergencias entre los distintos países en relación con algunos de los problemas básicos planteados. Entretanto, los problemas más urgentes relativos a las normas de flotación y a la conservación del valor y definición de la rentabilidad de los D. E. G. han pasado a ser estudiados por el Consejo Ejecutivo del F. M. I., quien también se ha ocupado de proponer las líneas básicas del sistema de trasvase de financiación, a través del Fondo, para atender a los problemas más urgentes planteados por la crisis del petróleo. Esta revitalización del F. M. I. ha llevado a plantear, por otra parte, el problema del reforzamiento de sus órganos directivos, y así, si bien se ha previsto la existencia en el Fondo Monetario reformado del futuro de un Consejo Permanente de Gobernadores con facultades decisorias, se ha considerado conveniente que, al término de las actividades del Grupo de los Veinte, la Comisión de Ministros del mismo se constituya en órgano asesor del Director Gerente del F. M. I. en el período de dificultades que el mundo tiene por delante antes de alcanzar el nuevo sistema monetario internacional reformado.

En la sesión especial sobre materias primas y desarrollo económico, convocada por la O. N. U. en el pasado mes de abril, el Sr. Waldheim, Secretario General de dicha Organización, denunció los problemas del sistema monetario internacional como un cáncer que amenaza el bienestar económico futuro. Pero tales problemas son hoy, en todo caso, de importancia secundaria frente a otros a que hizo referencia el propio Sr. Waldheim: la terrible pobreza que afecta a dos tercios de la humanidad, la crisis demográfica y la dramática situación de las reservas alimenticias mundiales.

CAPÍTULO II

EVOLUCION GENERAL DE LA ECONOMIA EN 1973

I. INTRODUCCION

Este capítulo se ocupa de la evolución general de la economía española en 1973, en tanto que se pospone al capítulo V de este Informe el examen de la situación económica en los primeros meses de 1974 y de las perspectivas y problemas que la economía tiene planteados.

En un marco internacional caracterizado por una situación inestable, un alto nivel de actividad en la economía de los más importantes países y una inflación generalizada a escala mundial, la economía española prosiguió en 1973 su rápido avance en el camino del desarrollo. Durante este año se alcanzó el techo de sus posibilidades de producción a corto plazo, bajo la presión del proceso expansivo emprendido por la economía en la segunda mitad de 1971, por lo que, a pesar de que la demanda global, estimulada por una actitud expansiva de las autoridades económicas en la mayor parte del año, se mantuvo dinámica y pujante, la producción registró una desaceleración de su ritmo de crecimiento a lo largo de 1973. La situación de pleno empleo de los recursos humanos y de la capacidad productiva instalada que predominó durante el año, así como la presión ejercida por la demanda sobre estos recursos, vinieron a sumarse al conjunto de causas de origen interno y externo que han provocado uno de los períodos de inflación más graves de los últimos años. Las tensiones entre la disponibilidad de recursos y la demanda de los mismos se reflejaron también en la balanza de pagos, al incrementarse extraordinariamente las importaciones y empeorar el déficit comercial; el aumento experimentado por las importaciones en términos reales tuvo, a su vez, el efecto de moderar aquellas tendencias y de suavizar el proceso inflacionista que con tan alarmantes efectos se hizo sentir a lo largo de 1973. A pesar de dicho déficit comercial, y a causa de los saldos resultantes de las transacciones de servicios y transferencias, así como de capital a largo plazo, tanto la balanza por cuenta corriente como la balanza básica arrojaron de nuevo saldos positivos importantes en 1973, consolidándose así la firme posición que el sector exterior ha mantenido en los últimos años.

El cuadro II-1, elaborado por el Servicio de Estudios del Banco de España a partir de las cifras definitivas de Contabilidad Nacional de 1971, de las cifras provisionales de 1972 y de los avances de algunas magnitudes suministrados por el I. N. E. para 1973, recoge la evolución de las grandes magnitudes económicas en los últimos tres años. De acuerdo con las estimaciones, el P. N. B. en pesetas constantes creció en 1973 en un 7,8 por 100, tasa ligeramente inferior al 8,1 por 100 de 1972, pero que supera a la tasa de expansión de cualquiera de los otros años desde 1967. En 1973, el sector agrario registró una tasa de expansión del 5,5 por 100, superior a la del año 1972; el sector servicios, creciendo al ritmo del 7,1 por 100, repitió prácticamente la tasa de 1972; mientras que disminuyó el crecimiento del sector secundario,

Evolución de las macromagnitudes

	Valores corrientes en 1973	Tasas de crecimiento anual					
		Reales			Precios		
	Miles de millones ptas.	1971	1972	1973	1971	1972	1973
1. Consumo privado	2.372,8	3,1	7,4	6,7	8,4	8,7	11,8
2. Consumo público	401,0	6,5	6,3	6,0	8,5	11,7	10,4
3. Formación bruta de capital	840,1	— 1,6	17,5	15,5	5,5	6,1	7,8
4. Demanda interior (1 a 3)	3.613,1	2,2	9,5	8,6	8,0	8,4	10,7
5. Exportaciones de bienes y servicios	613,8	14,4	11,9	12,6	6,2	5,9	10,5
6. Importaciones de bienes y servicios	663,5	0,7	20,6	17,2	6,3	3,5	10,5
7. Saldo neto exterior (5 — 6)	— 49,7						
8. Producto nacional bruto a precios de mercado (4+7)	3.564,2	4,5	8,1	7,8	7,8	8,9	10,7
9. Sector primario	426,0	7,9	2,4	5,5	5,6	11,3	11,0
10. Sector secundario	1.171,0	4,5	11,3	10,4	4,2	6,8	9,2
Industria	996,4		11,8	10,6		5,6	8,5
Construcción	174,6	— 1,2	5,7	9,0	8,1	4,5	13,5
11. Sector terciario	1.712,2	5,2	7,3	7,1	9,7	9,0	11,6
12. Producto interior bruto al coste de los factores (9 a 11)	3.309,2	4,3	8,0	8,0	8,7	8,6	10,7

pasando la tasa correspondiente de un 11,3 por 100, en 1972, a un 10,4 por 100, en 1973; este descenso infravalora, sin embargo, la desaceleración experimentada por el crecimiento del conjunto de la industria excluida la construcción, ya que en este último sector se produjo una aceleración desde un 5,7 por 100, en 1972, a un 9 por 100, en 1973. Desde el punto de vista de la demanda, la expansión en términos reales en 1973 fue ligeramente inferior a la de 1972; pero mientras se produjo un descenso en la demanda de origen interno que afectó a todos los componentes, las exportaciones aumentaron en 1973 a un ritmo superior al de 1972. La inversión fue el componente más dinámico de la demanda, seguida de las exportaciones de bienes y servicios. Donde las diferencias entre 1972 y 1973 se hacen acusadas es en la vertiente de los precios. En el cuadro II-1 pueden observarse que los deflatores de todas las magnitudes superaron en 1973 ampliamente los deflatores de 1972: el deflator del P. N. B. fue del 10,7 por 100, en 1973, frente a un 8,9 por 100, en 1972, y el deflator de la demanda interior pasó de un 8,4 por 100, en 1972, a un 10,7 por 100, en 1973. Estas comparaciones entre valores medios del año no muestran, sin embargo, con toda su intensidad, el empeoramiento del proceso inflacionista que se produjo a lo largo de 1973. En parte, como puede verse en el cuadro,

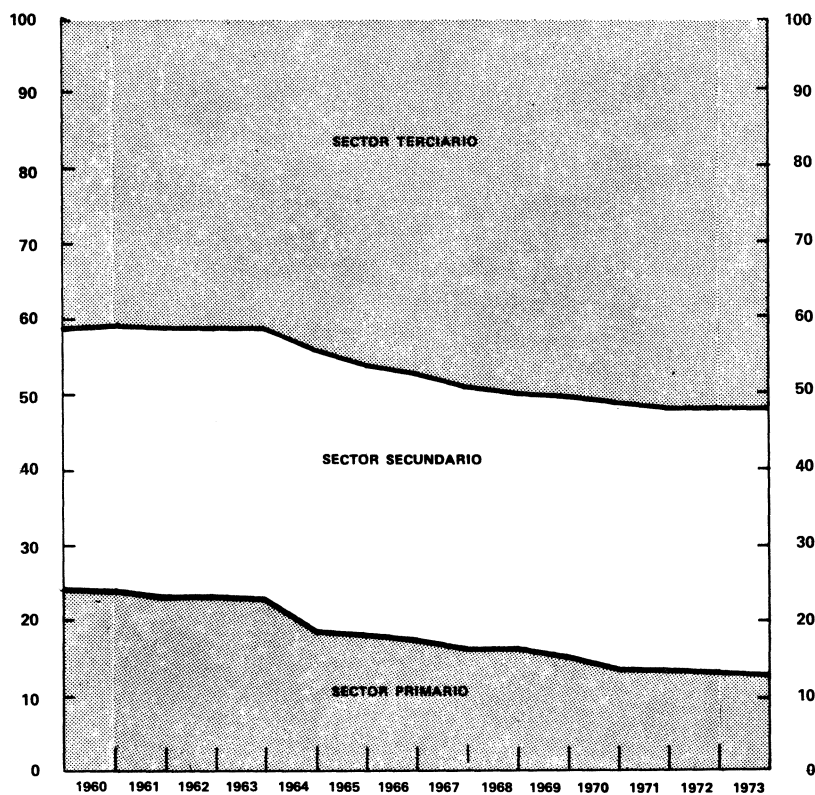
la inflación tuvo su origen en las alzas extraordinarias del precio de las importaciones, cuyo deflactor en 1973 fue del 10,5 por 100, frente al 3,5 por 100, en 1972. Considerando el primer impacto de las alzas de precios de las importaciones, éstas explicarían una tasa de inflación interior del 2 por 100; el efecto total es, sin duda, mayor, pero con todo, parece claro que una parte sustancial del proceso inflacionista en el año es atribuible a factores de origen interno. El saldo de los intercambios de bienes y servicios con el exterior fue, tanto en 1972 como en 1973, negativo, pero pasó de 19.100 millones, en aquel año, a 49.700 millones, en 1973, cantidades que respectivamente representan el 0,6 por 100 y el 1,4 por 100 del P. N. B. de cada año.

II. PRODUCCION Y EMPLEO

La evolución de la economía en 1973, desde el punto de vista de la producción y el empleo de factores productivos, fue muy favorable. La actividad de los sectores cuya evolución está dominada por consideraciones de demanda —primordialmente, el sector industrial y el sector

GRAFICO II-1

Composición del P. I. B. (a)



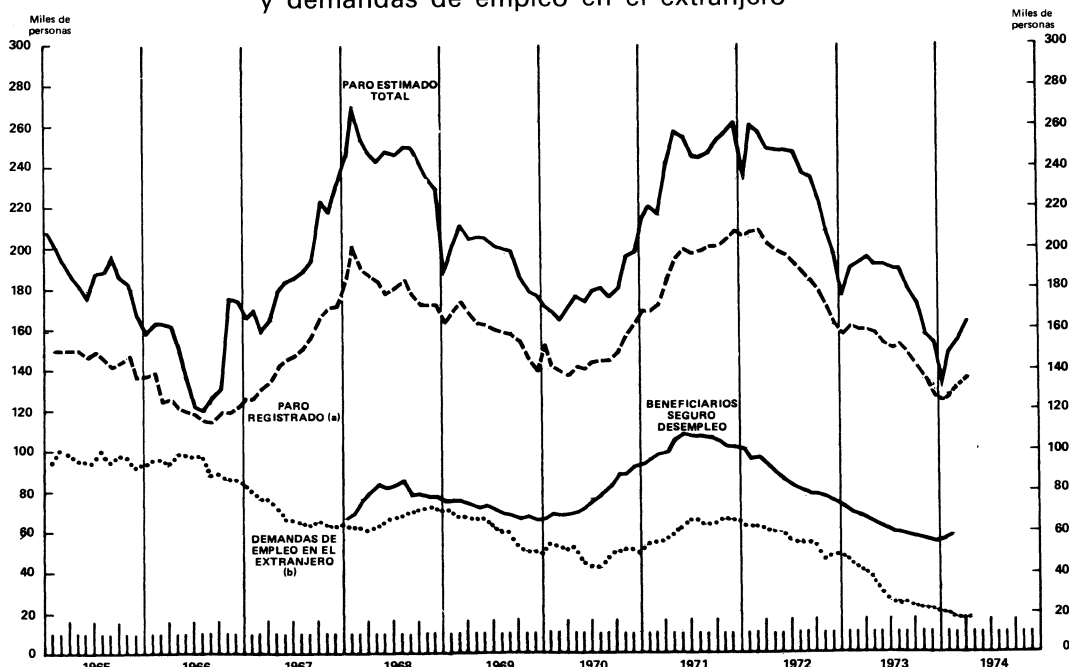
Fuente: Contabilidad Nacional.
(a). En pesetas corrientes de cada año.

servicios— fue extraordinaria y el ritmo de crecimiento bastante rápido, limitado únicamente por la creciente escasez de recursos disponibles que fue apareciendo en la economía a medida que transcurría el año y se prolongaba la fase de expansión. El sector agrícola, más desvinculado a corto plazo de la evolución de la demanda, arrojó unos resultados excelentes en cuanto al volumen de producción, siendo su ritmo de crecimiento uno de los más altos en los últimos años. A pesar de ello, el crecimiento del sector agrario fue menor que el obtenido en los sectores industrial y de servicios, continuando en 1973 la tendencia estructural que, desde principios de la década de los 60, apunta hacia una clara disminución de la participación del sector primario en el P. I. B. en favor del sector terciario (ver gráfico II-1). Resulta innecesario decir que, pese a que, en términos generales, la marcha de la economía fue muy satisfactoria, por lo que se refiere a nivel de actividad y ritmo de crecimiento, algunos sectores atravesaron un período de serias dificultades y que la inflación fue un rasgo predominante extensivo a todos los sectores.

El nivel de desempleo en 1973, después de una caída importante en 1972, iniciada tras varios meses de haber emprendido la economía su recuperación, experimentó una nueva reducción, que situó la cifra de paro en los niveles más bajos de los últimos siete años. Durante el primer semestre, los niveles de paro permanecieron estabilizados en la posición alcanzada en los

GRAFICO II-2

Paro estimado, paro registrado, beneficiarios del seguro de desempleo y demandas de empleo en el extranjero ***



*** Series desestacionalizadas con datos originales desde enero de 1962 a septiembre de 1973 para el paro registrado, desde enero de 1963 a noviembre de 1973 para el paro estimado, desde enero de 1968 a septiembre de 1973 para beneficiarios del seguro de desempleo y desde enero de 1966 a abril de 1973 para la demanda de empleo en el extranjero.
(a). El paro registrado total es la suma de las series desestacionalizadas de sus componentes: agricultura, construcción, industria y servicios.
(b). Solicitudes pendientes a fin de cada mes de españoles que quieren trabajar en el extranjero.

meses finales de 1972, lo que hizo pensar que se había logrado el mínimo alcanzable, dado un paro friccional, sectorial y locacional inevitable. Sin embargo, a lo largo del segundo semestre se produjo un nuevo descenso, hasta situarse la cifra de paro estimado en 157.000 personas al finalizar el año, llegándose así a una posición en el desempleo más favorable que la lograda en la anterior fase de expansión de la economía. En ningún mes de 1973 la población desempleada superó el 1,5 por 100 de la población activa, suponiendo tan solo un 1,17 por 100 en el mes de diciembre. Esta favorable evolución del paro durante el año adquiere toda su significación, si se tiene en cuenta que, a lo largo del mismo, la corriente migratoria tendió a disminuir. Por una parte, las condiciones para la emigración a Europa empeoraron progresivamente a medida que la desaceleración de la economía en los principales países receptores se fue haciendo más acusada y menos favorables las expectativas, en los meses finales del año, entre otros motivos, por la crisis energética, surgieron restricciones más severas a la inmigración. Por otra parte, las condiciones existentes en el mercado de trabajo interior hicieron menos atractiva la salida al extranjero de los trabajadores. Las cifras disponibles son bastante significativas a este respecto. Las ofertas de empleo del extranjero recibidas por el Instituto Español de Emigración solo crecieron en un 3,8 por 100 en 1973 sobre 1972. En los tres primeros meses de 1974, el descenso ha sido del 24 por 100, con relación al mismo período del año anterior. La emigración asistida por el Instituto disminuyó en un 7,6 por 100 en 1973 sobre 1972 y las nuevas demandas de empleo en el extranjero por parte de españoles declinaron en un 18,7

GRAFICO II-3

Paro registrado en agricultura, construcción, industria y servicios

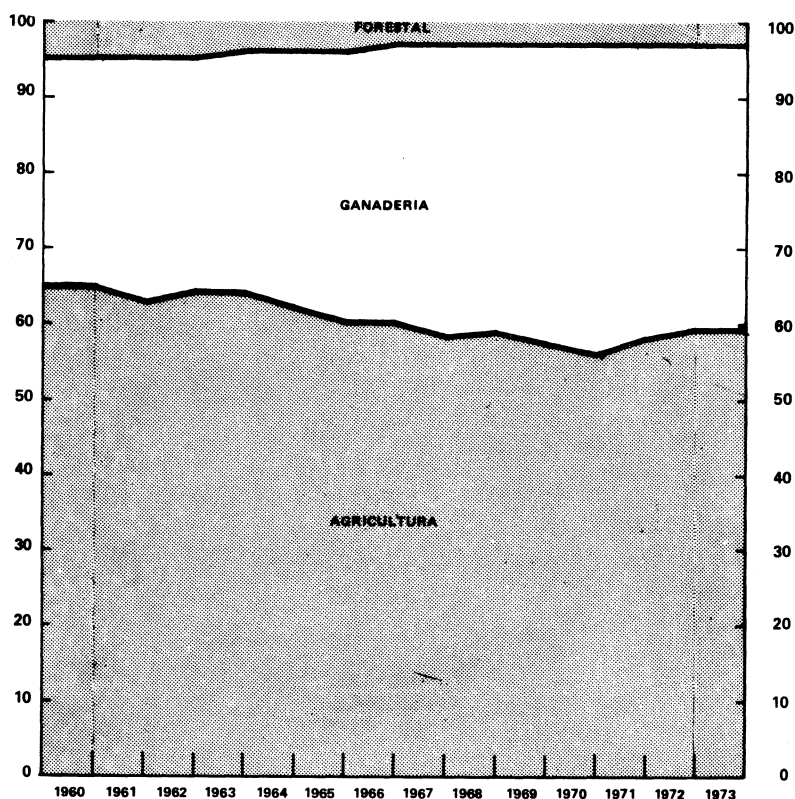


por 100 en 1973 sobre 1972, al pasar las peticiones de 98.000 a 79.000, y han disminuido en un 42 por 100 en los primeros tres meses de 1974, sobre el mismo período del año anterior. No se tiene información sobre los retornos de trabajadores, pero a juzgar por la evolución de las remesas de emigrantes en 1973, en la segunda parte del año debió de acentuarse su regreso. En el mismo sentido de matizar lo que los niveles de paro representan, cabe señalar que quizás haya comenzado a registrarse en la economía española, como ocurre en economías más avanzadas, el fenómeno de incrementos transitorios de la población activa cuando la situación del mercado de trabajo se torna muy favorable. Ello podría explicar parcialmente el aumento de población activa ocurrido en 1973, cuya tasa de crecimiento del 1,2 superó ligeramente la tasa de cualquiera de los cinco años anteriores. Por otra parte, las tensiones en el mercado de trabajo dieron una mayor movilidad a la mano de obra, tal como parece deducirse de la disminución registrada en la población activa del sector agrícola, cuyo decrecimiento fue del 2,56 por 100, en 1973, frente al 2,32 por 100, en 1972, y de las variaciones en la población activa del sector de la construcción, cuyo incremento fue en 1973 de un 3,39 por 100,

frente al aumento del 1,30 por 100 en 1972, y en la del sector servicios, que aumentó en 1973 en un 3,83 por 100, un punto porcentual más que en 1972.

GRAFICO II-4

Composición de la producción final agraria (a)



Fuente: Ministerio de Agricultura. Producto Neto de la agricultura española.
(a). En pesetas corrientes de cada año.

II.1. El sector agrario.

Después de un mal año agrario como 1972, en el que el débil crecimiento de la producción en este sector (2,4 por 100) impidió que la pujanza de la industria y los servicios se manifestasen plenamente en el crecimiento global del P. I. B., la incidencia del sector agrario sobre la oferta agregada fue mu-

cho más favorable en 1973, al alcanzarse un crecimiento del 5,5 por 100 del producto neto, en términos reales. El aumento conseguido en el producto agrario se debió fundamentalmente a los excelentes resultados obtenidos en la producción de carne y a las buenas cosechas e importantes aumentos de rendimientos logrados en algunos productos como el arroz, aceite de girasol, remolacha azucarera, algunas frutas y, sobre todo, vino nuevo. El satisfactorio balance de la actividad ganádera durante el año reviste especial significación, puesto que contribuye a acentuar la tendencia estructural al aumento de la contribución ganadera a la producción final agraria; tendencia que posiblemente se manifiesta demasiado lenta o cuantitativamente insuficiente respecto de los profundos cambios experimentados por la demanda, pero que, en términos reales, operó en la dirección correcta en 1973. El gráfico II-4 no recoge, sin embargo, esta favorable evolución, dado que los precios ganaderos experimentaron durante el año alza menores que los del resto del sector agrario.

En cuanto a la incidencia coyuntural del sector agrario sobre el proceso inflacionista sufrido por la economía a lo largo de 1973, el crecimiento del 11,8 por 100 del deflactor implícito del sector, frente al 8,7 por 100 en 1972 y el 10,7 por 100 del deflactor general del P. I. B., así como el aumento del 13 por 100 en el índice general de precios percibidos por los agricultores, frente al 10 por 100 en 1972, puede dar idea de que dicha incidencia fue importante. El cuadro II-2 indica que el subsector agrícola ha sido el principal responsable de las alzas de precios del sector, con un 17 por 100 de

incremento conjunto en los mismos, mientras que el comportamiento del subsector ganadero ha sido mucho más moderado, con solo un alza del 7 por 100; dentro del subsector agrícola, todos los productos, a excepción de las leguminosas de alimentación humana, han experimentado incrementos importantes de precios, destacando los experimentados por el vino y el aceite. La importante contribución del sector agrario a la inflación puede explicarse por la concurrencia de una fuerte demanda interna de productos agrarios, coherente con la tónica expansiva general de la economía durante el año, junto con una oferta disminuida por los considerables aumentos de las exportaciones, estimuladas por una demanda exterior y unos precios internacionales muy atractivos. El efecto moderador que sobre los precios podían haber tenido las importaciones, que en términos monetarios aumentaron

CUADRO II-2

Indice de precios percibidos
por los agricultores

Tasas anuales de crecimiento

Clase de índice	1972 s/1971	1973 s/1972
Indice general	10	13
Ganado y productos ganaderos	11	7
Productos ganaderos	2	12
Ganado para abasto	16	4
Productos agrícolas	9	17
Productos agrícolas de alimentación humana	10	16
Cereales	5	7
Leguminosas	23	— 2
Patatas	17	21
Hortalizas	9	17
Fruta	—	12
Vino	45	31
Aceite	16	17
Piensos	— 2	13
Cereales	— 3	10
Leguminosas	3	25

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

Comercio exterior agrario

Tasas anuales de crecimiento

	IMPORTACIONES			EXPORTACIONES		
	1973	1973 s/1972		1973	1973 s/1972	
	Mill. pts.	Cantidad	Valor	Mill. pts.	Cantidad	Valor
1. Animales vivos.	1.263	30	42	222	17	10
2. Carnes	8.800	— 27	— 10	1.008	4	30
3. Pescados, crustáceos y moluscos.	5.238	11	20	6.699	— 20	1
4. Leche y productos lácteos.	2.739	— 10	— 9	651	— 22	24
5. Legumbres, plantas, raíces y tubérculos alimenticios	2.539	— 35	— 4	6.447	2	3
6. Frutos comestibles.	890	— 5	26	24.941	16	20
7. Café, mate, té y especias	6.615	— 6	3	1.251	31	25
8. Cereales.	17.364	15	68	1.787	99	133
9. Semillas y frutos oleaginosos.	13.572	— 40	— 8	635	19	17
10. Grasas y aceites (animales y vegetales).	3.287	— 14	14	12.232	66	123
11. Preparados de carnes, pescados, crustáceos y moluscos	871	3	16	3.152	— 5	3
12. Azúcares y artículos de confitería	1.565	— 2	— 18	1.022	155	74
13. Cacao y sus preparados	2.199	— 7	20	354	46	86
14. Preparados de legumbres, hortalizas y frutas	857	— 1	11	13.618	8	24
15. Bebidas	3.607	140	108	12.605	6	45
16. Alimentos preparados para animales	17.994	221	580	739	13	30
17. Tabaco	6.160	— 3	5	368	38	20

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

considerablemente en el año, se vio reducido por las excepcionales elevaciones experimentadas por los precios de la mayoría de los productos agrarios en los mercados internacio-

CUADRO II-4

Censos ganaderos

Tasa de variación sobre el censo anterior

Número de cabezas

Años	Vacuno	Lanar	Caprino	Porcino
1965 (marzo)	2	— 10	3	— 33
1965 (sept.)	0,4	— 16	— 35	23
1970 (marzo)	16	10	17	40
1970 (sept.)	0	— 10	— 1	10
1971 (marzo)	— 1	8	3	— 10
1971 (sept.)	— 2	— 10	— 7	7
1972 (marzo)	2	7	3	— 3
1972 (sept.)	0	— 11	— 6	12
1973 (marzo)	6	8	4	5
1973 (sept.)	6	— 6	— 3	8

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

nales, de forma que aun cuando, en términos monetarios, las importaciones crecieron, en 1973 sobre 1972, en un 33,7 por 100 y las exportaciones lo hicieron en un 29,2 por 100, la observación del cuadro II-3 indica que, en términos reales, los aumentos de cantidades importadas son menores, en general, que los de las cantidades exportadas. El análisis que sigue por grupos concretos de productos servirá para ilustrar la anterior interpretación de la incidencia inflacionista que el sector agrario ha tenido en 1973.

La ganadería se comportó expansivamente en 1973, en cuanto a la producción de carne, que aumentó en tonelaje un 17 por

100 respecto de 1972, contribuyendo al proceso de reestructuración de la oferta en el sentido requerido por la evolución que la demanda ha experimentado en los últimos años (ver cuadro II-4). El cuadro II-4 muestra que los dos censos ganaderos realizados en 1973 recogen aumentos importantes de la cabaña en las dos especies más importantes para la producción de carne: el ganado vacuno, cuyo número de cabezas había permanecido prácticamente invariable desde 1970, experimentó un aumento del 6 por 100 en el censo de marzo de 1973, respecto de septiembre de 1972 y, de nuevo, del 6 por 100 en el de septiembre sobre marzo de 1973, mientras que el número de cabezas de porcino registra incrementos importantes en los tres últimos censos. Considerando directamente la producción de carne, puede verse en el cuadro II-5 que el aumento conseguido en 1973 respecto de 1972 se debió fundamentalmente a los aumentos experimentados tanto en el número de sacrificios como en el peso-canal del ganado porcino y vacuno. Este incremento de la producción de carne permitió tanto una relativa estabilidad de los precios percibidos por los ganaderos (que crecieron en un 4 por 100, frente al alza del 13 por 100 en el índice general de precios percibidos) como una disminución del 27 por 100 en el volumen de carne importada en 1973, respecto del correspondiente a 1972 (ver cuadro II-3), dándose así un paso hacia un mejor equilibrio de la oferta interior y la demanda; en relación con la producción de carne, 1973 fue, pues, un buen año ganadero, en el que, sin embargo, la rentabilidad de las explotaciones se vio amenazada por la fuerte evolución alcista de los precios de los piensos. Otros productos ganaderos han tenido un año más problemático, tanto desde el punto de vista de la producción como del de los costes; en primer lugar, se han producido excedentes de leche y mantequilla y queso que han obligado al FORPPA a intervenir y almacenarlos, y, en segundo lugar, las fuertes alzas registradas en los precios de los piensos compuestos han creado problemas en el sector avícola, viéndose obligado el FORPPA tanto a garantizar el suministro de harina de soja de importación a un precio menor que el del mercado como a almacenar huevos y pollos.

CUADRO II-5

Producción de carne

Porcentaje de variación sobre el año anterior

CLASE DE GANADO	RESES SACRIFICADAS		PESO CANAL	
	1972/1971	1973/1972	1972/1971	1973/1972
Vacuno.....	— 14	15	— 7	23
Ovino.....	—	1	2	4
Caprino.....	— 10	20	— 10	14
Porcino.....	— 4	30	— 3	28
Equino.....	3	— 14	10	— 14
Aves.....	4	5	4	5
Conejos.....	3	3	9	6
TOTAL.....	—	—	— 1	17

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

La cosecha de **cereales** fue buena en 1973 en los casos del arroz y el maíz, que presentan aumentos considerables de la productividad según puede verse en el cuadro II-6, mientras que condiciones climatológicas adversas en época cercana a la recolección redujeron considera-

Producciones agrícolas CUADRO II-6
Tasas anuales de crecimiento

CULTIVOS	SUPERFICIE		PRODUCCION	
	1972/1971	1973/1972	1972/1971	1973/1972
CEREALES:				
Trigo.....	— 2	— 12	— 16	— 14
Cebada.....	6	9	— 9	1
Arroz.....	— 3	3	— 4	11
Maíz.....	— 2	1	— 6	7
Otros (centeno, avena, sorgo).....	— 1	—	— 14	11
LEGUMINOSAS:				
Judías secas.....	1	—	4	1
Garbanzos.....	14	3	27	— 1
Habas secas.....	4	— 3	— 2	— 11
Otros.....	— 6	— 3	4	— 5
OLEAGINOSAS:				
Aceite de oliva.....	— 5	—	29	— 5
Aceite de girasol.....	15	37	9	23
PLANTAS INDUSTRIALES:				
Algodón bruto.....	56	— 2	43	7
Remolacha azucarera.....	4	1	— 15	11
HORTALIZAS:				
Cebolla.....	9	—	3	—
Coles.....	— 4	—	— 8	— 6
Melón.....	— 3	5	12	2
Tomate.....	3	—	5	— 1
FRUTAS:				
Almendra cáscara.....	—	—	66	— 29
Manzana.....	—	—	19	22
Pera.....	—	—	6	— 6
Plátano.....	—	—	— 11	21
Naranja.....	— 5	—	20	— 14
Mandarina.....	29	—	55	— 3
VINO NUEVO (miles de Hl).....	— 8	—	9	50
PATATA.....	2	1	8	— 3

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

blemente las cosechas esperadas de trigo y cebada. La demanda interna de cereales-pienso (cebaza y maíz) fue muy fuerte en 1973, tanto por el aumento antes reseñado de la cabaña como por haber sido este un mal año para las leguminosas-pienso y los pastizales. Por otra parte, la demanda exterior presionó también fuertemente, debido a las malas cosechas obtenidas en los principales países cerealistas del mundo, con lo que los precios de dichos productos experimentaron fuertes elevaciones en los mercados mundiales y constituyeron un potente

estímulo a la exportación. A pesar de las limitaciones impuestas a la exportación en la segunda parte del año, de que luego se hablará, en 1973 la exportación de cereales aumento en un 100 por 100 en cantidad y un 133 por 100 en valor sobre 1972. No es de extrañar que esta presión de la demanda interior, en el caso de algunos cereales, y de la demanda exterior, en el caso de otros, generase aumentos apreciables en los precios percibidos por los agricultores —que se cifran (cuadro II-2) en cerca del 7 por 100 para los cereales de alimentación humana; del 25, para las leguminosas-pienso, y del 10 por 100, para los cereales-pienso—, sin que las considerables importaciones de productos para la alimentación animal efectuadas durante el año consiguiesen moderar apreciablemente las alzas de precios de estos productos, debido fundamentalmente a los altos precios alcanzados por los mismos en los mercados mundiales (1). Con objeto de combatir las alzas de precios reseñadas, mejorando las condiciones de abastecimiento interno, y como parte de la política anti-inflacionista emprendida por el Gobierno en la segunda mitad del año, se adoptaron diversas disposiciones encaminadas a la contención de los precios cerealistas, como son la imposición de restricciones a la exportación de trigo y arroz y la elevación de los precios de garantía de diversos cereales-pienso, con objeto de estimular aumentos de la superficie sembrada de los mismos en las próximas campañas (2).

En cuanto a los **agrios**, la cosecha correspondiente a la campaña 1972-73 fue muy buena para la naranja, tanto en cantidad (se recogió un 20 por 100 más en tonelaje que en la campaña anterior) como en calidad, lo que permitió una buena campaña exportadora; por otra parte, en algunos de los principales países competidores, los resultados de dicha campaña se vieron muy desfavorablemente afectados por las heladas que sufrieron, y estas dos circunstancias permitieron aumentos espectaculares de la exportación de estos productos a precios satisfactorios en 1973. La cosecha de naranja correspondiente a la campaña 1973-74 se ha situado a niveles más normales y ha sido menor en un 14 por 100 que la excepcional cosecha anterior; además, la campaña ha sido muy buena para los demás países exportadores de agrios, por lo que la FAO preveía a final de año un exceso de oferta de estos productos en los mercados mundiales en 1974 y aconsejaba que los principales países exportadores se pusiesen de acuerdo para regular su oferta conjunta. Los resultados no han sido, pues, tan favorables en la última campaña.

La cosecha **vinícola** fue excepcional en 1973, con un aumento en la producción de vino nuevo de un 50 por 100 respecto de 1972, después del aumento del 10 por 100 en ese año sobre 1971. Sin embargo, el fenómeno que más llama la atención en el sector vinícola es la evolución registrada en los precios percibidos por los agricultores, con incrementos del 31 por 100, en

- (1) Las importaciones de cereales y leguminosas para pienso aumentaron en 1973 respecto de 1972 en un 216 por 100 en cantidad y en un 576 por 100 en valor.
- (2) El Consejo de Ministros de 17 de agosto de 1973 fijó los precios de garantía a la producción de los principales cereales-pienso para la campaña 1974-75, precios que suponen, respecto a los vigentes en la campaña 1973-74, unos aumentos aproximados del 16 por 100 para la cebada, 16 por 100 para la avena, 12 por 100 para el centeno, 22 por 100 para el maíz y 24 por 100 para el sorgo.

1973 sobre 1972, y del 45 por 100, en 1972 sobre 1971. Estas elevaciones excepcionales en las cotizaciones, que han desbordado ampliamente el sistema de precios regulados y de intervención (1), pueden atribuirse a la convergencia de varios factores. En primer lugar, las malas cosechas obtenidas en los años 70 y 71 acumularon demanda sobre la cosecha del 72; por otra parte, la demanda, tanto interior como exterior, de vino embotellado se mostró pujante en los últimos años, forzando unas alzas de precios que hicieron muy atractivas las exportaciones y obligando a la demanda interna a competir por la producción existente (2); por último, parece que el crecimiento de la demanda interna y externa y las buenas perspectivas que se augura a las explotaciones vinícolas generaron una cierta actividad especulativa, con frecuentes compra-ventas de bodegas por parte de compañías nacionales y extranjeras, durante 1972 y 1973, actividad que habrá contribuido también a sostener las alzas de precios registradas, aunque es de suponer que la excepcional cosecha conseguida en 1973 contribuirá a moderar las alzas de precios del sector en el futuro.

En cuanto al **olivar**, la cosecha de aceituna, que fue excepcional en 1972 y permitió un aumento del 30 por 100 en la producción de aceite respecto de 1971, coincidió con una deficiente cosecha mundial y especialmente con una campaña olivarera desastrosa en nuestro competidor más importante en los mercados internacionales (la producción de aceite en Italia en 1972 fue aproximadamente un 50 por 100 de la de 1971). Las buenas perspectivas exportadoras que estas circunstancias auguraban se concretaron en las alzas que experimentó el precio internacional del aceite hacia la mitad del año, las cuales impulsaron importantes aumentos de las exportaciones de este producto durante los meses de verano, en los que se produjo el grueso de las ventas al exterior realizadas durante 1973, y cuyo aumento para el conjunto del año respecto de 1972 fue del 65 por 100 en cantidad y del 123 por 100 en valor. Este aumento espectacular de las exportaciones de aceite creó problemas de abastecimiento interno de claros efectos inflacionistas (el precio percibido por los agricultores por el aceite a granel creció en un 17,6 por 100, entre septiembre de 1973 y septiembre de 1972, y en un 34,2 por 100, en octubre de 1973 sobre el mismo mes del año anterior), sin que los importantes aumentos de superficie cultivada y producción, ya que no de productividad, de su principal sustitutivo, el aceite de girasol, sirviesen para evitarlos. Con objeto de combatir estos efectos inflacionistas, en el Consejo de Ministros del día 5 de octubre se acordó suspender las exportaciones de aceite de oliva

- (1) Los precios regulados vigentes para el vino a lo largo de 1972 fueron: precio de garantía al productor, entre 42 y 45 pts/Hgdo. (pesetas por hectolitro y grado); precio indicativo, 58 pts/Hgdo., hasta agosto, y 65 pts/Hgdo., de septiembre a diciembre; precio superior de intervención o protección al consumidor, 65 pts/Hgdo., hasta agosto, y 80 pts/Hgdo., de septiembre a diciembre. El precio medio percibido por el agricultor para el vino tinto común en 1973 fue de 94,5 pts/Hgdo.
- (2) Las cifras de aumentos de exportaciones en cantidad y valor registradas en los últimos años pueden dar idea de la importancia de esta influencia externa sobre los precios percibidos por este producto: en 1970, el crecimiento fue del 26 por 100 en cantidad y del 20 por 100 en valor; en 1971, del 10 y 15 por 100, respectivamente; en 1972, del 3 y 37 por 100, y en 1973, del 3 y 48 por 100.

a granel y establecer un precio máximo de venta al público a partir del 1 de noviembre (1). Estas disposiciones no impidieron, sin embargo, que el precio percibido por los agricultores subiese en un 17 por 100 para el conjunto del año. La cosecha en 1973 fue aceptable, solo inferior en un 5 por 100 a la de 1972, pero insuficiente para atender el abastecimiento interno y unas exportaciones en 1974 de cuantía aproximada a las realizadas en 1973; por ello, y dando prioridad al abastecimiento interno, las autoridades económicas han fijado un tope máximo al tonelaje que podrá exportarse durante 1974.

El sector **azucarero** presentó en 1973 un problema de desajuste oferta-demanda, por insuficiencia de la producción obtenida para abastecer las necesidades de consumo. La excelente cosecha de remolacha conseguida en la campaña 1971-72 hizo pensar que nos acercábamos decididamente al autoabastecimiento de este producto; en 1973 dicha cosecha ha aumentado en un 11 por 100 sobre la de 1972, pero la producción resultó claramente insuficiente respecto de las necesidades (las importaciones de azúcar, que fueron solo de 75.000 toneladas en 1971, ascendieron a 112.000 y 116.000 toneladas en 1972 y 1973, respectivamente). Existe una cierta tensión entre la Administración y los cultivadores de remolacha, quejándose éstos de que los precios de garantía vigentes en los últimos años no permiten a las explotaciones una rentabilidad suficiente para que el abastecimiento interno quede asegurado. Los argumentos de los cultivadores serían aceptables, si el objetivo a lograr fuese la autosuficiencia nacional de este producto; pero puede ponerse en tela de juicio este objetivo cuando existe la posibilidad de completar la oferta interior con importaciones realizadas a buen precio. Esta última parecía ser la postura adoptada por la Administración en años pasados, en los que permitió elevaciones relativamente modestas del precio de garantía de la remolacha, aunque la considerable elevación del mismo acordada para la campaña 1974-75 hace pensar en un cambio de política al respecto (2).

En conclusión, se pueden señalar como aspectos favorables de la evolución del sector agrario en 1973 su satisfactoria contribución al P. I. B. total y la creciente participación del sector ganadero a la producción final agraria. Como aspecto desfavorable fundamental hay que señalar la destacada aportación de este sector al peligroso proceso inflacionista que viene experimentando la economía. Las tensiones inflacionistas con origen en el sector agrario parecen, sin embargo, haberse debido en 1973 más a la fuerte presión de la demanda exterior de los productos de este sector, que se añadía a una demanda interna de los mismos también conside-

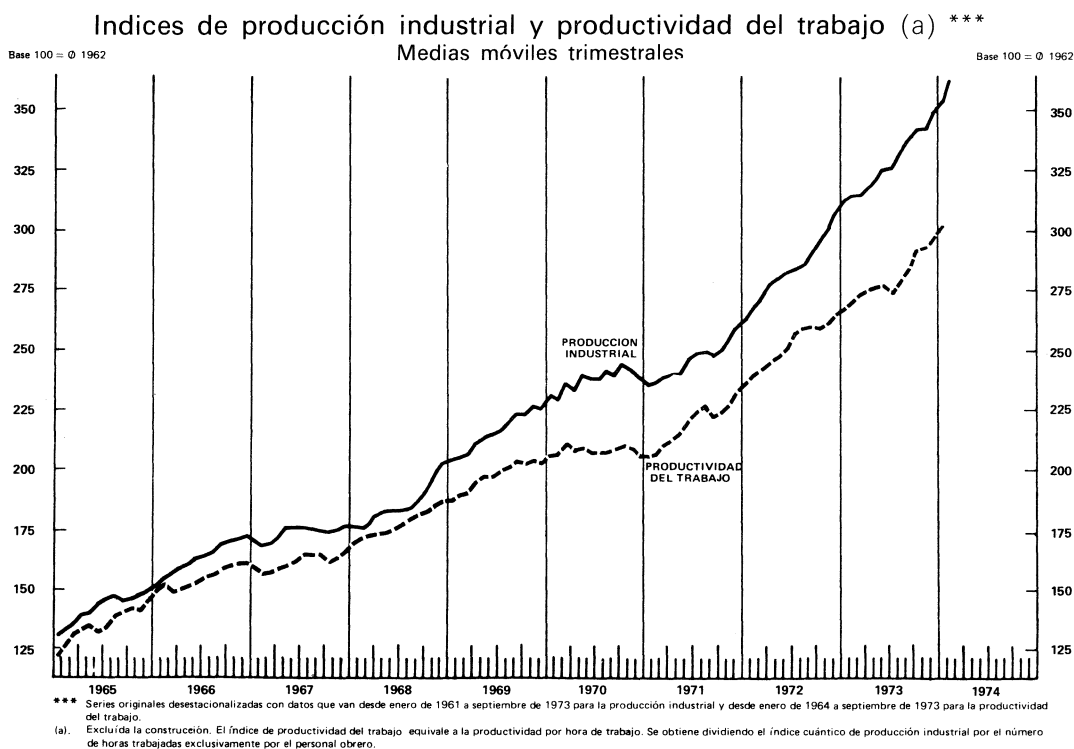
- (1) El precio fijado fue de 62 pesetas por litro, para el aceite de mejor calidad, y 57 pesetas por litro, para el aceite a granel. Esta disposición colocaba el precio máximo de venta al público del aceite envasado por debajo del precio percibido por los productores en el mes de octubre, que fue de 64 pesetas por litro.
- (2) Los precios de garantía vigentes para la remolacha en las últimas campañas han sido los siguientes: 1969-70, 1.440 pesetas por tonelada; 1971-72, 1.440 pesetas por tonelada; 1972-73, 1.560 pesetas por tonelada; 1973-74, 1.605 pesetas por tonelada, y 1974-75, 1.950 pesetas por tonelada, es decir, para la última campaña el precio de garantía se ha elevado en un 21 por 100.

rable, que a los desajustes oferta-demanda característicos en el pasado —aun cuando este tipo de desajustes se produjera también este año, especialmente en los casos de los cereales-pienso y leguminosas-pienso, sin que se haya avanzado significativamente en su corrección—.

II.2. El sector industrial.

El ritmo de crecimiento de la producción industrial en 1973 fue uno de los más altos registrados en los últimos años, lo que, unido a la expansión ya experimentada en 1972, da idea del alto nivel de actividad en que se desenvolvió la industria durante el año. A lo largo del mismo, el ritmo de expansión se mantuvo vivo; no obstante, su intensidad fue bastante irregular, pudiéndose señalar una tendencia hacia la desaceleración en el segundo semestre de 1973, que no se ha visto confirmada en los primeros meses de 1974. El crecimiento de la media del índice de producción industrial fue en 1973 de un 14,9 por 100 sobre 1972, tasa bastante próxima al 17,1 por 100 de crecimiento de ese último año sobre 1971; pero mientras en 1972 el incremento del índice a lo largo del mismo fue del 16,7 por 100, entre diciembre de 1973 y diciembre de 1972 el crecimiento fue del 10,7 por 100. Considerando la evolución semestral, el ritmo de expansión anual de la media del índice en el primer semestre de 1973 fue del 17 por 100, frente al 11,7 por 100 de la segunda mitad, ambas tasas calculadas sobre la media del semestre anterior; el crecimiento anual del índice entre junio de 1973 y diciembre de 1972 fue

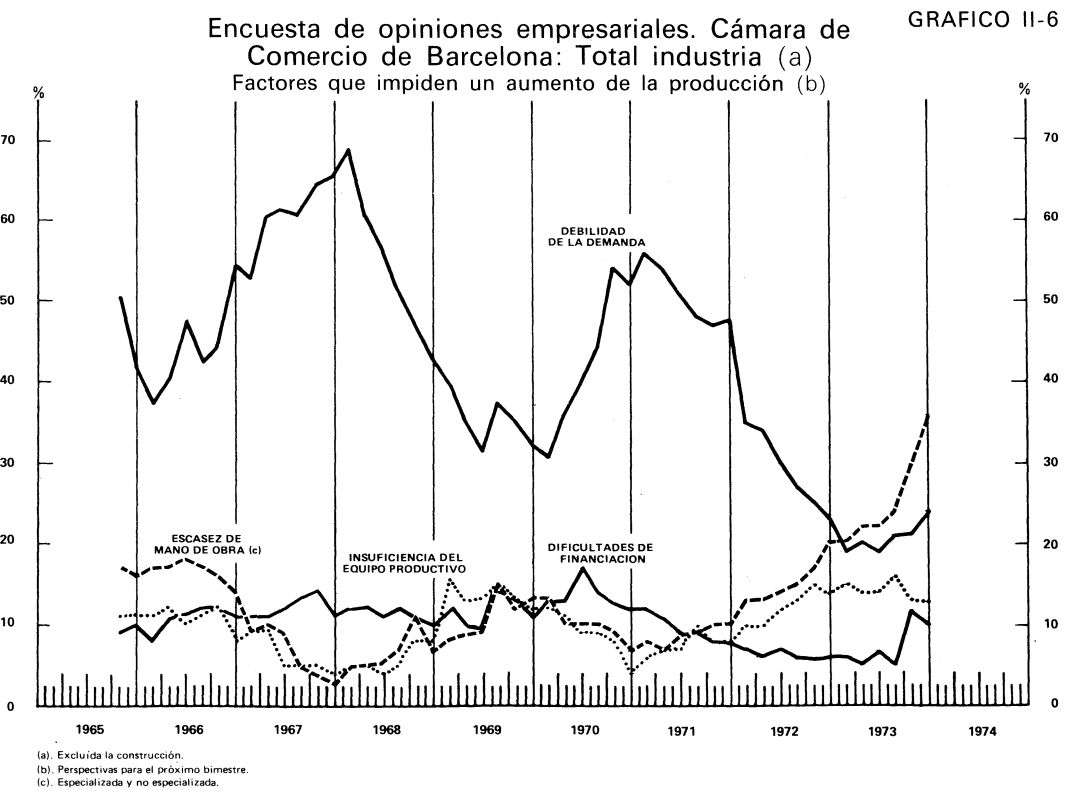
GRAFICO II-5



del 12,7 por 100, y de un 8 por 100, entre junio y diciembre de aquel año. Otros indicadores de la actividad industrial corroboran el perfil que presenta el índice de producción.

La evolución del sector durante 1973 parece lógica, si se tiene en cuenta la duración y la intensidad de la expansión industrial. Las dificultades de aprovisionamiento de materias primas, el estrangulamiento en la oferta de algunos productos intermedios, el agotamiento de la mano de obra subempleada y la alta utilización del capital productivo hicieron cada vez más difícil sostener el ritmo de crecimiento de la producción. Por el contrario, hasta los últimos meses del año no cabe mencionar un debilitamiento de la demanda como una de las razones de la desaceleración de la actividad industrial.

La disponibilidad de recursos humanos fue un factor limitativo importante del crecimiento de la producción industrial más que en cualquiera de los otros sectores. El paro del sector experimentó una caída importante, aunque no tan acusada como en la construcción (ver gráfico II-3), y el porcentaje respecto de la población activa de la industria se situó ligeramente por encima de la media general. No obstante, la alta especialización que algunos sectores requieren, la cualificación exigida en muchos puestos de trabajo y las restricciones que impone la localización de los centros industriales hicieron más aguda la escasez de mano de obra en el sector, aun cuando, en términos generales, las condiciones fuesen las mismas que para el resto de la economía. Esta situación de escasez de mano de obra quedó bien reflejada en las

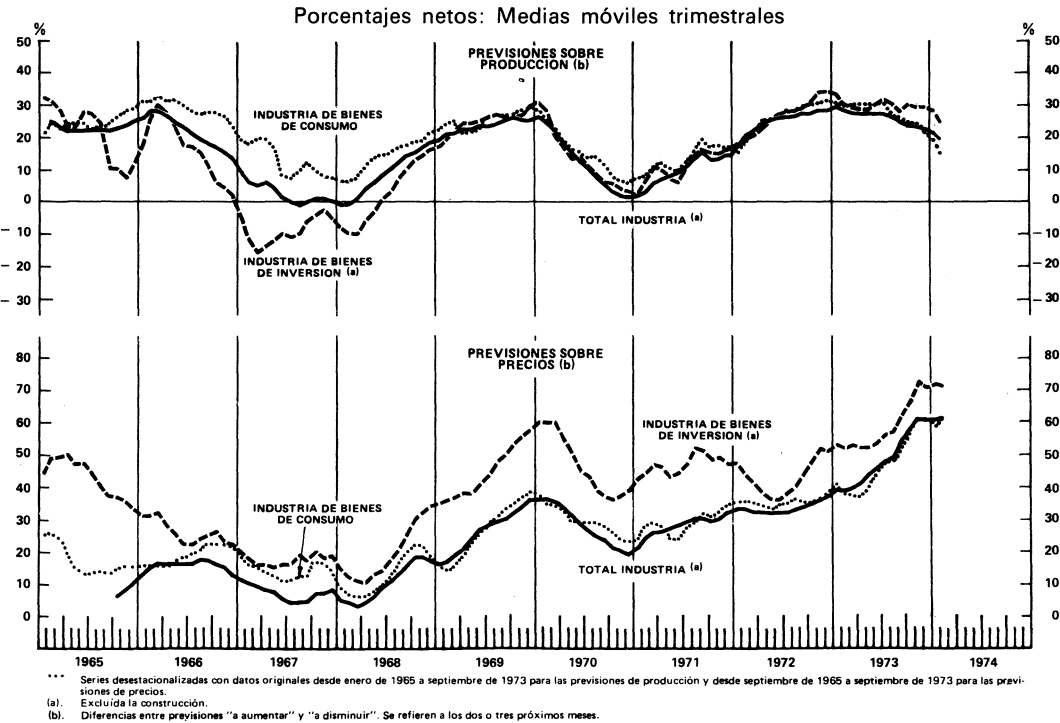


encuestas de opiniones empresariales: en las realizadas por el Ministerio de Industria sobre factores de infrautilización del capital productivo, la falta de mano de obra cobró en 1973 una importancia desconocida desde 1966. También las dificultades de abastecimiento de materias primas actuaron como un factor limitativo importante, mientras que el resto de los factores, primordialmente el motivo de debilidad de la demanda, decrecieron en su incidencia. El gráfico II-6, elaborado a partir de las encuestas sobre factores que impiden un aumento de la producción en la región catalana, muestra unos resultados idénticos y bastante significativos. Por otra parte, como medida de las tensiones en el mercado de trabajo, cabe destacar también el incremento del 11,1 por 100 experimentado por las horas extraordinarias en 1973, con relación a 1972; en este año el crecimiento sobre 1971 fue del 6,5 por 100.

Las encuestas de opiniones empresariales han reflejado en todo momento la favorable situación atravesada en lo que a producción se refiere (ver gráfico II-7). Los niveles sobre previsiones de la producción se situaron a lo largo del año en cotas bastante elevadas en todas las agrupaciones que la encuesta considera, aunque fue inevitable que las tensiones crecientes del sector industrial hiciesen su aparición en forma de suave deterioro de las expectativas. En el mismo gráfico se recogen también las expectativas de los empresarios sobre los precios, notoria y aceleradamente alcistas.

GRAFICO II-7

Opiniones empresariales: Previsiones sobre producción y precios ***



En el cuadro II-7 se recogen las tasas de variación del índice de producción industrial en los últimos años, descompuesto por ramas de actividad. El ritmo de crecimiento del 15 por 100 del índice general en 1973 oculta comportamientos muy dispares por sectores: desde crecimientos del 24,6 por 100 en alimentación, bebidas y tabaco, del 21,4 por 100 en transformados metálicos y del 19 por 100 en metálicas básicas, a disminuciones del 7,6 por 100 en las industrias extractivas y del 2,5 por 100 en el vestido y calzado. Las líneas generales de la evolución del sector industrial en los últimos años se mantuvieron fundamentalmente en 1973; es decir, los sectores más dinámicos continuaron su expansión rápida, mientras que los sectores que más problemas han presentado en el pasado, por razones de estructura productiva y cambios de la demanda, como son el sector de extractivas y la industria textil, continuaron mostrándose lentos en su avance. Sin embargo, el año 1973 fue un período de tensiones y dificultades a nivel nacional e internacional, tanto en el suministro y disponibilidades de materias primas y productos semielaborados como en el de los precios, lo que afectó de distinta forma y con diferente intensidad a cada uno de los sectores. Y así, un sector como el químico, por ejemplo, uno de los más pujantes en los últimos años, no consiguió unos resultados particularmente brillantes en 1973, y un sector como el del calzado (1), tras varios años de excelente expansión en la producción y en las exportaciones, vio cortada su trayectoria.

CUADRO II-7

Indice de producción industrial por ramas de actividad

Tasas anuales de crecimiento

	1970/1969	1971/1970	1972/1971	1973/1972
Industria (sin construcción)	8,4	5,0	16,0	15,0
Extractivas	— 3,2	5,1	0,7	— 7,6
Electricidad, agua y gas	8,3	9,8	10,2	11,1
Manufactureras	8,8	4,6	17,0	12,8
Alimentación, bebidas y tabaco	7,8	7,9	3,1	24,6
Textiles, excepto vestido	4,1	0,9	4,4	1,1
Vestido y calzado	— 2,3	26,8	— 9,8	— 2,5
Metálicas básicas	12,2	0,1	27,1	19,0
Transformados metálicos	8,8	— 1,5	27,5	21,4
Químicas	4,7	18,8	16,1	8,3
Otras manufactureras	14,3	4,5	16,9	11,5

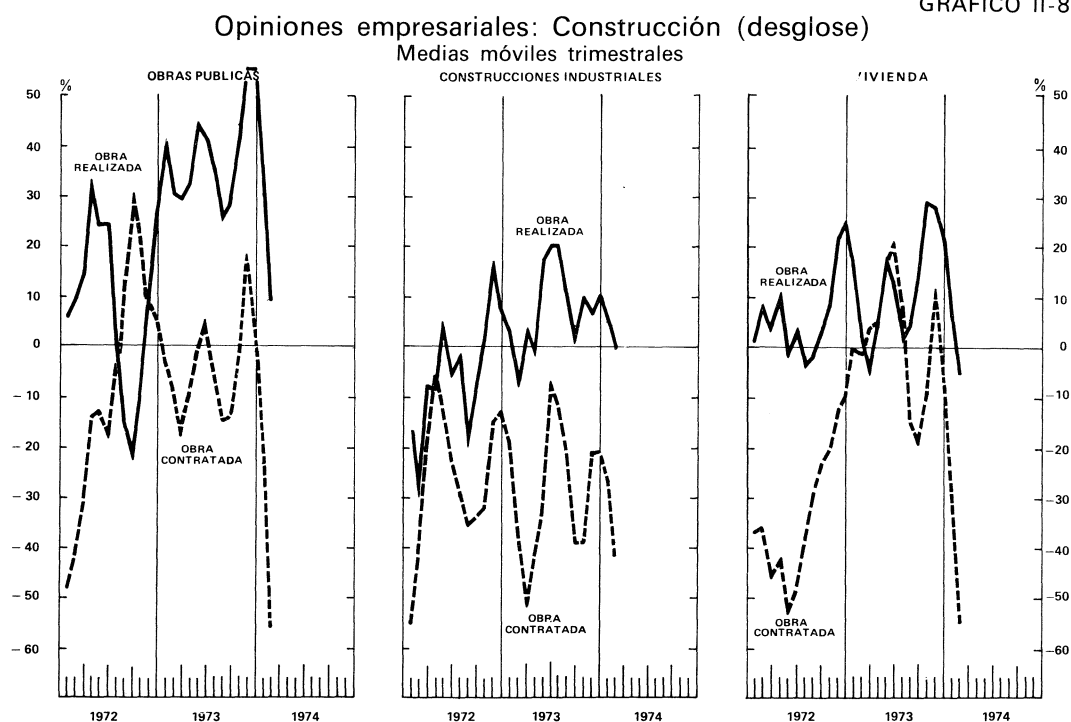
II.3. El sector de la construcción.

El sector de la construcción atravesó en 1973 un período excelente, en cuanto al nivel de actividad, aunque no dejaron de plantearse problemas en el transcurso del año, desde escaseces de materiales y elevaciones muy acusadas en sus precios hasta falta de mano de obra y una

(1) Más adelante, en el análisis de las exportaciones, se comentarán más ampliamente las dificultades por las que atravesó el sector.

caída en la contratación que tendrá sus repercusiones en 1974 y 1975. Todos los indicadores muestra inequívocamente el fuerte ritmo de crecimiento experimentado por la construcción. Las cifras de desempleo en el sector descendieron, entre diciembre de 1972 y diciembre de 1973, en 22.000 personas, después de una caída de 25.000 durante 1972, alcanzando la cifra más baja de paro en los últimos años (ver gráfico II-3). Y a pesar de lo fácilmente que el sector asimila la mano de obra, por cuanto que en general su cualificación no es alta, hubo crecientes dificultades a lo largo del año para cubrir los puestos vacantes u ofrecidos. El consumo de cemento creció en el año 1973 en un 13,8 por 100 sobre 1972, el índice de inversión aparente de edificación y construcción arroja para la media del año un crecimiento del 20,2 por 100 y, en general, las opiniones empresariales sobre la obra ejecutada mostraron unos resultados muy positivos. Contrasta con la evolución de la construcción en 1972, y constituye un rasgo bastante destacado de la evolución en 1973, el impulso mantenido por el subsector vivienda, en relación

GRAFICO II-8



con la obra civil. Las viviendas de protección oficial en construcción, que desde finales de 1969 estuvieron estancadas en el nivel de 400.000 unidades, iniciaron a partir de enero de 1973 un alza continua, situándose al final del año en 443.000 unidades. A juzgar por la información fragmentaria disponible, las viviendas de construcción libre evolucionaron también favorablemente.

El aspecto más negativo de la evolución del sector de la construcción en 1973 fue la extraordinaria subida de precios sufrida por los materiales y la mano de obra, que hicieron incre-

mentar considerablemente los precios finales de la producción (1). En parte, las subidas de los precios de los materiales estuvo promovida por la demanda pujante que existió para ellos; en parte se debió también a una infraestructura de base, que se manifestó insuficiente ante el dinamismo del sector, y, finalmente, las alzas de precios no son sino un aspecto más de la inflación generalizada que soportó la economía. Las consecuencias de esta inflación se han dejado sentir con especial intensidad y relevancia en el sector de la construcción, que, como ocurre con otros sectores de la producción en los cuales la obtención del producto final requiere un largo período de ejecución y en los que, generalmente, la contratación es previa, el crecimiento de los precios tiende a deprimir las expectativas, ya que los contratos no recogen adecuadamente las alzas esperadas de precios. Así, en la evolución del sector de la construcción durante 1973 ocurrió que mientras el nivel de actividad fue en todo momento elevado, como consecuencia de la favorable evolución de la contratación pública y privada en los años anteriores, fueron apareciendo problemas de rentabilidad para las empresas y la contratación se fue deprimiendo a lo largo del año, porque las licitaciones quedaron descubiertas. No es extraño, por tanto, que el subsector vivienda, donde los constructores, en muchos casos, son asimismo los promotores, en el que es más fácil repercutir las elevaciones de costes y el período de ejecución de obra es normalmente más breve que en otro tipo de construcciones, haya tendido a mejorar a medida que transcurría el año, mientras que la actividad en la construcción de obras públicas y obra industrial se desaceleraba. Ni tampoco es extraño que los contratos de obra de plazo igual e inferior a un año hayan crecido en perjuicio de los de plazo superior, así como que la contratación privada haya evolucionado más favorablemente que la contratación pública, en la cual las decisiones sobre revisión de precios se toman unilateralmente por la Administración.

III. EVOLUCION DE LA DEMANDA

El dinamismo de la demanda global fue uno de los rasgos más destacados de la evolución de la economía a lo largo de 1973. En los primeros meses del año, a causa de las limitaciones impuestas al crecimiento por la disponibilidad de recursos, la presión sobre los mismos condujo a una situación de exceso de demanda que se tradujo, en parte, en un aumento de las carteras de pedidos, en parte, en una desacumulación de existencias, y, en parte, en alzas de precios. Solo en los últimos meses del año pudo apreciarse un debilitamiento relativo de la demanda que, si bien no trascendió apreciablemente a la actividad productiva, sirvió para aliviar la excesiva presión registrada durante la primera mitad del año. El factor más importante de la demanda interna fue la inversión, cuya tasa de crecimiento, en términos reales, superó en 1973 el 15 por 100, solo ligeramente inferior al 17,5 por 100 registrado en 1972. Según estimaciones provisionales, tal crecimiento se descompone en un 9 por 100 para la inversión en

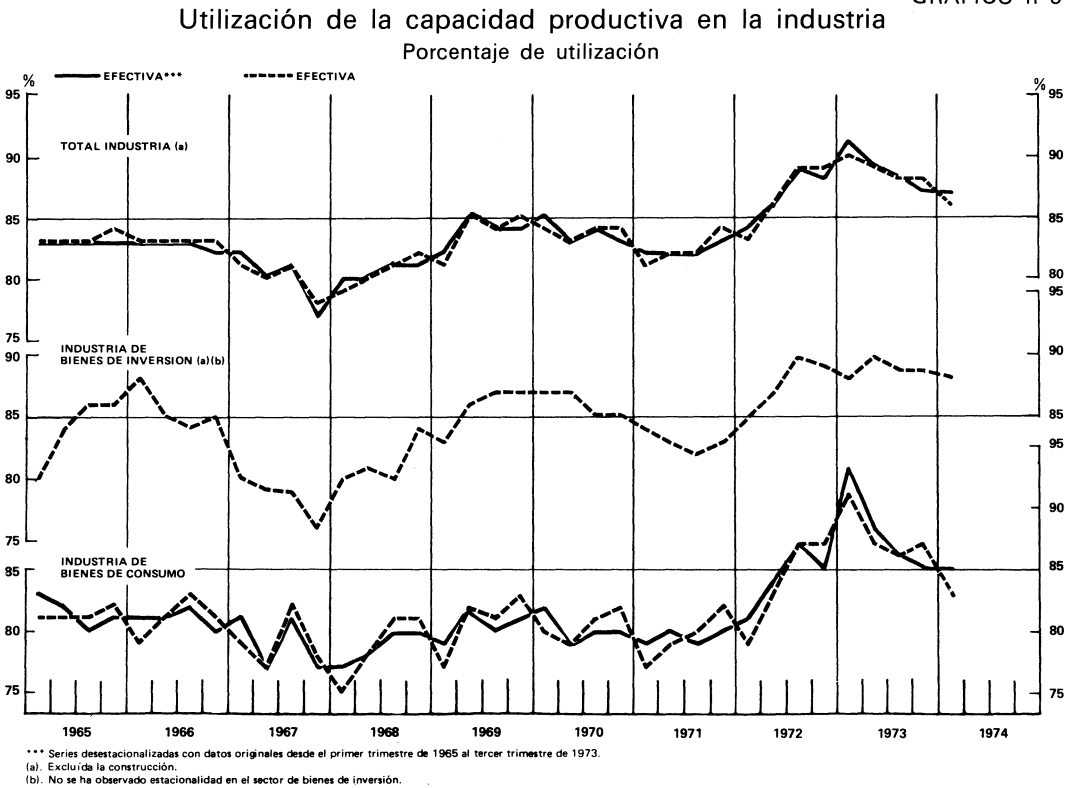
(1) Según el SEOPAN, el coste total de la construcción (sin contar el efecto de aumento de la productividad) creció en los ocho primeros meses de 1973 en un 19,6 por 100, frente al 8,1 por 100 en igual período de 1972.

construcción y un 21 por 100 para el resto de la formación bruta de capital. El consumo privado, con un ritmo de expansión del 6,7 por 100, y, en menor medida, el sector público —6 por 100—, contribuyeron a sostener la actividad y a fundamentar el dinamismo de la inversión. Por el lado de la demanda exterior, las exportaciones de bienes y servicios experimentaron un avance del 12,6 por 100, crecimiento que, si bien se debió, en buena parte, a un año excepcional de exportaciones agrícolas, no fue menos importante en cuanto a las ventas de productos industriales —a pesar de las tensiones por las que atravesaron los mercados interiores— y a la expansión de la exportación de servicios. (Ver cuadro II-1.)

III.1. Inversión (1).

El rasgo dominante de la evolución de la demanda global durante 1973 fue la persistencia del dinamismo de la inversión. Hay que remontarse a los años 1965 y 1966 para encontrar una fase equiparable a los años 1972 y 1973, en cuanto a ritmos de crecimiento de la inversión, en términos reales. Con posterioridad a aquellos años, los ciclos de la inversión han sido más

GRAFICO II-9



(1) El apartado sólo se refiere a la inversión en bienes de equipo y existencias. Completaría el análisis de la inversión el examen del sector de la construcción que ya se ha realizado en el apartado de la producción.

cortos y menos intensos, por lo que destaca aún más este resurgimiento de los dos últimos años, que contrasta tan acusadamente con la evolución del período anterior.

Las razones del intenso desarrollo de la inversión hay que buscarlas, por un lado, en la propia evolución de esta variable en los años inmediatamente anteriores y, por otro, en la existencia de unas expectativas favorables y generalizadas sobre la evolución de la economía, forjadas por un conjunto de factores muy varios. En el anterior Informe del Banco de España (1) se destacó cómo los bajos niveles de capitalización de la economía durante el período 1967-71, con relación al crecimiento del producto y en comparación con el comportamiento en los años anteriores, habían determinado la recuperación de la economía a través de un relanzamiento de la inversión provocado por la absorción de la capacidad instalada. Este hecho fue preponderante todavía en 1973, puesto que, tanto en este año como en 1972, los niveles de utilización del aparato productivo, según las opiniones empresariales, estuvieron situados en unas cotas desconocidas anteriormente (ver gráfico II-9). Al iniciarse la recuperación, ya se partía de unos niveles de utilización elevados, de manera que la expansión de la economía no hizo sino generar mayores necesidades de capital induciendo nuevas inversiones. Conviene tener en cuenta que, desde septiembre de 1971 (si se acepta esta fecha como el punto de partida de la fase de recuperación) hasta diciembre de 1973, el crecimiento de la producción industrial (según el índice correspondiente) ha sido del 36 por 100, lo que, aun admitiendo un margen de capacidad sin utilizar al principio de la expansión, lleva aparejados requerimientos enormes de capital adicional. Al mismo tiempo, el progreso rápido de la economía ha acentuado deficiencias sectoriales y estrangulamientos que, desde el punto de vista de la demanda, no son sino estímulos para la inversión. De alguna forma también, la aceleración de los costes salariales promovió la sustitución del factor trabajo por capital.

Las expectativas empresariales atravesaron un período extraordinario, en gran parte motivado por la expansión de la demanda interna y su dinamismo; los beneficios de las empresas fueron excelentes en 1972 y en 1973 se volvió a repetir la evolución favorable de las rentas del capital. Al mismo tiempo, la actitud de las autoridades económicas fue expansiva durante la mayor parte del año y, quizás como en ningún otro momento del pasado, los empresarios tuvieron motivos para confiar en que se mantendría la orientación de la economía pretendida por las autoridades, que, con una balanza de pagos firme y unas reservas que aumentaban continuamente, no veían otro motivo de freno a la expansión de la economía que la inflación, aunque sin la restricción en forma de desequilibrio exterior que suele acompañarla. Incluso cuando a finales de noviembre se implantaron medidas para contener el proceso inflacionista, se incluyeron otras destinadas a estimular la inversión. Asimismo, la etapa de coyuntura favorable por la que atravesaron la mayoría de los países occidentales, con lo que ello implica de crecimiento de las transacciones internacionales y ampliación de mercados, debió ser un factor adicional positivo en la configuración de las expectativas empresariales dominantes durante

(1) Página 67.

el año 1973. Hay, además, otro aspecto del sector exterior vinculado estrechamente a la formación interior de capital fijo; en los últimos años, tal como puede verse en el cuadro II-8, se han producido incrementos importantes en las inversiones directas y en las inversiones en

Inversiones extranjeras en España

CUADRO II-8

Miles de millones de pesetas

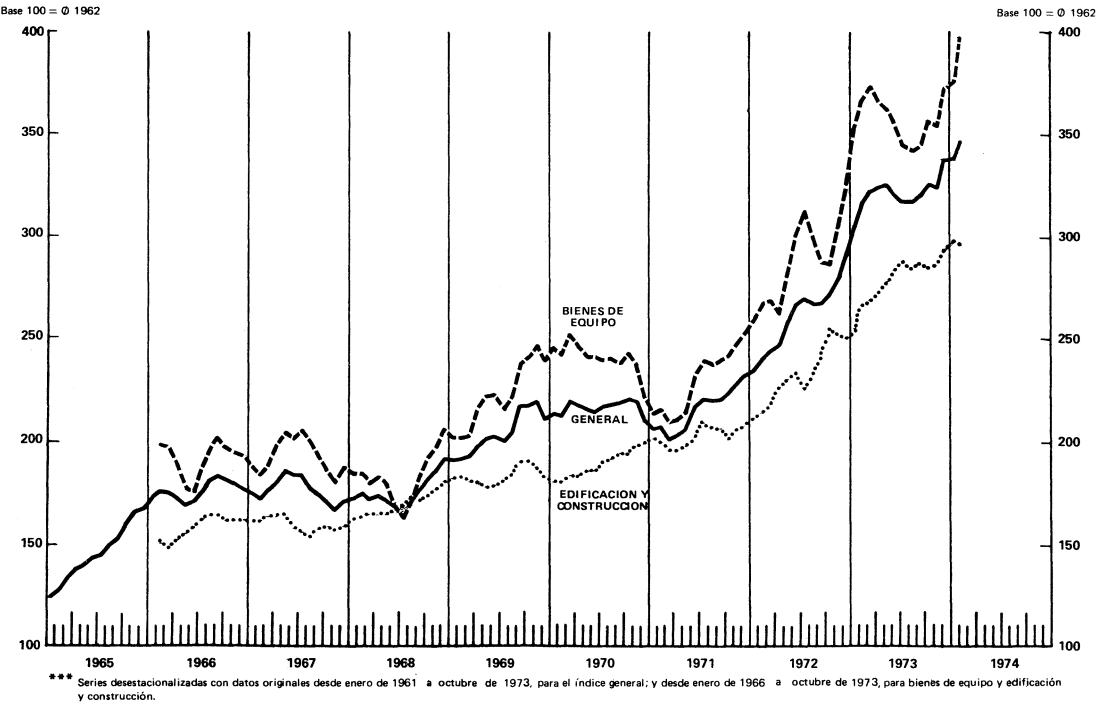
Año	Inversiones directas (a) (1)	Inversiones en Inmuebles (a) (2)	Total (3) = (1+2)	Crecimiento s/ año anterior de (3)	Porcentaje de (3) s/ formación interior bruta de capital fijo
1969	15,3	7,5	22,8	32,5	5,17
1970	17,5	10,1	27,6	20,9	5,73
1971	16,9	18,4	35,3	27,9	7,08
1972	17,7	25,5	43,2	22,4	7,11
1973	28,4	34,5	62,9	45,6	8,60

(a) Ingresos por ese concepto.
FUENTE: Balanza de pagos, Ministerio de Comercio.

Indice de inversión aparente ***

Medias móviles trimestrales

GRAFICO II-10



inmuebles que los extranjeros efectúan en España, así como en la participación de estas inversiones en la formación interior bruta de capital fijo. En 1973, el incremento de las inversiones directas sobre 1972 fue excepcional: un 60 por 100; extraordinario también fue el de las inversiones en inmuebles, un 35 por 100, alcanzándose un 8,6 por 100 en la participación de la formación interior bruta de capital fijo, cuando en 1972 fue solo del 7,1 por 100, y esto a pesar del crecimiento experimentado por la inversión en capital fijo en términos monetarios, que se cifra, según estimaciones provisionales, en el 24,5 por 100. La importancia de las inversiones, sobre todo de las inversiones directas, no estriba solo en sus efectos inmediatos, sino también en las repercusiones favorables que tienen al inducir a nuevas inversiones.

La cifra mencionada del crecimiento anual de la inversión en bienes de equipo no proporciona una idea adecuada de su evolución a lo largo del año 1973. Durante el primer trimestre, la inversión creció muy rápidamente, moderando un tanto su ritmo de crecimiento en el segundo; los meses centrales del verano contemplaron, a juzgar por el índice de inversión aparente, un cierto retroceso en la intensidad de la demanda de capital productivo fijo, para experimentar una recuperación transitoria en los meses siguientes del año. La evolución de la cartera de pedidos parece confirmar este perfil cíclico: fuerte incremento durante los seis primeros meses del año, debilitación en julio y agosto, recuperación en septiembre y octubre y disminución, ya más marcada, en noviembre. Los restantes indicadores recogidos en el cuadro II-9 no difieren excesivamente de esa línea de evolución.

La desaceleración de la inversión en la segunda mitad del año puede considerarse consecuencia, en primer lugar, de la rápida acumulación de capital de los semestres anteriores. En los tres últimos trimestres del año parece vislumbrarse una disminución en los niveles de utilización del capital que, aunque insuficiente para diagnosticar la aparición generalizada de márgenes de capacidad inutilizados en la economía, ya que los porcentajes declarados por los empresarios continuaron siendo excepcionalmente altos, puede interpretarse como un preaviso de un fenómeno que habrá de producirse inevitablemente en el futuro, si se conjuga la desaceleración de la economía con la entrada en funcionamiento de las inversiones ya realizadas (véase gráfico II-10). Este hecho tendrá una influencia importante en las decisiones de inversión en el futuro inmediato. Por otro lado, la trayectoria alarmante de todos los índices de precios debió infundir entre los empresarios temores de toma de medidas contra la inflación que, fuesen drásticas o no, habrían de incidir de alguna forma sobre la actividad; de hecho, aquellas alzas indujeron a las autoridades a proseguir, a partir de la segunda mitad del año, una política más moderada de expansión monetaria, con el consiguiente endurecimiento de las condiciones en los mercados financieros, especialmente evidente desde las últimas semanas del mes de octubre. A estos hechos de origen interno vino a sumarse la crisis energética, primero, bajo la forma de posibles dificultades en el suministro de petróleo, y luego, bajo la forma de alzas extraordinarias del precio de los crudos.

Si se examina el destino sectorial de la inversión en bienes de equipo durante 1973, dentro de la característica general de un crecimiento importante en todos los sectores, se observan modi-

CUADRO II-9

INDICADORES DE INVERSION

Medias trimestrales

	INDICE DE INVERSION APARENTE			INDICE DE INVERSION BIENES DE EQUIPO			IMPORTACION MAQUINARIA Y MATERIAL TRANSPORTE			MATRICULACION COSECHADORAS		MATRICULACION TRACTORES	
	Media trimestral desestacionalizada	Tasa crecimiento s/año anter.	Tasa anual de crecimiento s/trimest. anterior	Media trimestral desestacionalizada	Tasa crecimiento s/año anter.	Tasa anual de crecimiento s/trimest. anterior	Media trimestral desestacionalizada	Tasa crecimiento s/año anter.	Tasa anual de crecimiento s/trimest. anterior	Media trimestral original	Tasa crecimiento s/año anter.	Media trimestral original	Tasa crecimiento s/año anter.
1971	215,1	— 0,4	—	228,7	— 4,8	—	6.705,9	4,9	—	218	0,1	2.108	2,0
I	206,8	— 2,5	— 20,6	216,4	— 10,4	— 31,8	6.439,0	6,7	— 3,2	27	— 55,7	1.837	— 32,4
II	206,6	— 3,9	— 0,4	214,0	— 11,1	— 4,4	6.231,0	— 5,0	— 12,3	360	— 32,1	1.882	— 7,2
III	—	1,1	27,5	238,2	— 0,7	53,5	6.726,7	3,9	35,8	465	77,5	2.157	20,1
IV	227,3	3,7	14,8	246,0	3,3	13,8	7.426,8	14,4	48,6	21	16,7	2.554	48,0
1972	261,5	21,6	—	287,5	25,7	—	8.759,8	30,6	—	178	— 18,4	2.316	9,9
I	240,8	16,4	26,0	267,1	23,4	39,0	7.994,1	24,2	34,2	25	— 7,4	2.286	24,4
II	257,7	24,7	4,2	280,3	31,0	21,3	8.649,1	38,8	37,0	435	20,8	2.367	25,8
III	267,1	21,6	15,4	298,1	25,1	27,9	9.287,1	38,1	32,9	236	— 49,2	2.015	— 6,6
IV	280,4	23,4	21,5	304,5	23,8	8,9	9.108,9	22,6	— 7,5	14	— 33,3	2.597	1,7
1973	—	—	—	—	—	—	11.422,5	30,4	—	155	— 12,9	2.506	8,2
I	314,9	30,8	59,1	364,7	36,5	105,8	10.802,9	35,1	97,8	25	—	2.731	19,5
II	324,4	25,9	12,6	362,2	29,2	— 2,7	10.485,4	21,2	— 11,3	343	— 21,2	2.155	— 9,0
III	316,5	18,5	— 9,4	341,5	14,6	— 21,0	12.029,2	29,5	73,2	225	— 4,7	2.321	15,2
IV	323,2	15,3	8,7	353,3	16,0	14,6	12.372,6	35,8	11,9	28	100,0	2.817	8,5

FUENTE: Ministerio de Comercio, Dirección General de Aduanas y «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

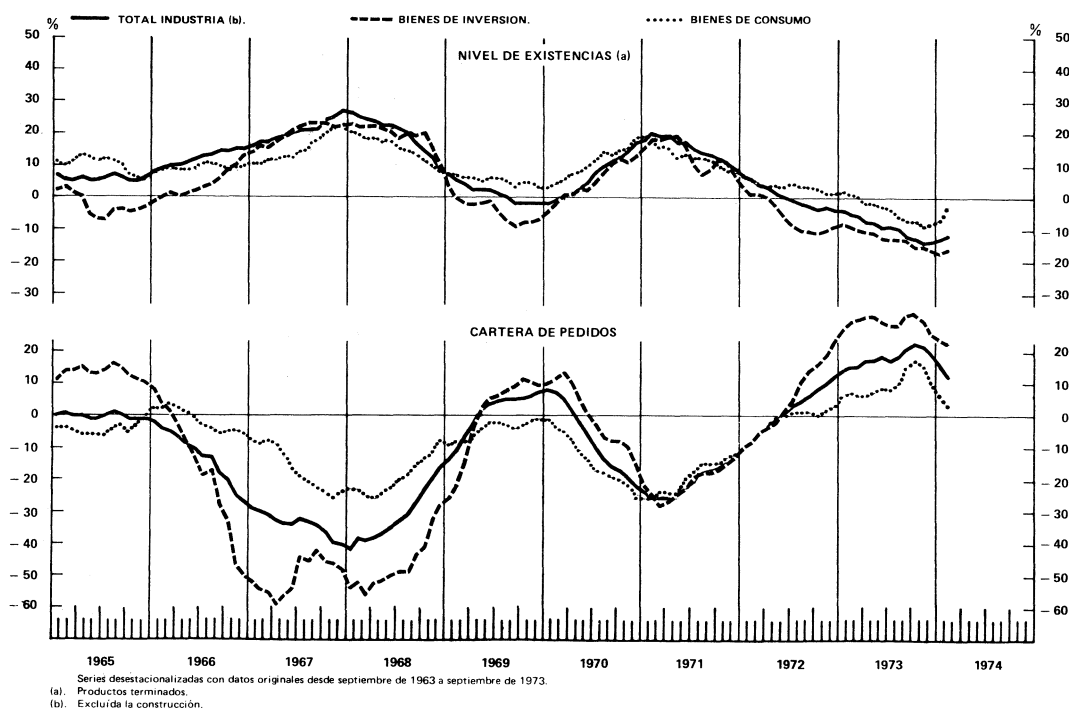
ficaciones en la intensidad relativa de cada sector con relación a la composición en 1972. En la agricultura, el proceso de mecanización avanzó a un menor ritmo en 1973 que en 1972 (1). La mecanización en el sector de la construcción, a juzgar por las opiniones de los empresarios, fue todavía intensa en 1973, aunque no alcanzara el ritmo de crecimiento de 1972. Indudablemente, las perspectivas del sector condicionan estrechamente las inversiones realizadas. En los sectores industrial y de servicios, parece que se acentuó el ritmo de capitalización en 1973. De acuerdo con las importaciones de bienes de equipo, los destinados a la industria se incrementaron en valor en un 30 por 100 en ese año, frente al 28 por 100 en 1972; los destinados al sector servicios (excluyendo aeronaves) aumentaron en esos años el 35 y 32 por 100, respectivamente (2).

Resulta de todo punto imposible cuantificar el impacto que la constitución de existencias pudo tener en el crecimiento experimentado por la economía en 1973. La carencia de estadísticas sobre esta variable económica es total, lo que supone una de las más serias lagunas de información cuando se pretende analizar la economía en los momentos de cambio de tendencia. La única información disponible a nivel nacional sobre variación de existencias viene proporcionada por las encuestas del Ministerio de Industria, pero, por su tratamiento meramente cualitativo y subjetivo, su interpretación es extremadamente difícil. Durante todo el año 1973, el nivel declarado de existencias por los empresarios fue cada vez más insatisfactorio (ver gráfico II-11); pero ello no tiene por qué implicar que se haya producido una disminución de existencias a lo largo del mismo, sino que puede deberse, y esto parece lo más probable, a que la acumulación llevada a cabo no evolucionó paralela a los deseos de los empresarios (3). Las existencias debieron tender a aumentar en 1973, como consecuencia de la incidencia de dos factores: por un lado, si se establece una relación entre niveles de producción y existencias, era de esperar un aumento de la demanda de las mismas derivada del crecimiento de la producción; por otro lado, el deseo de las empresas de hacer frente a las posibles deficiencias de abastecimiento de algunos productos y a las casi seguras elevaciones de precios generó probablemente un aumento de su demanda de tipo especulativo. Sin embargo, en una situación

- (1) Frente al crecimiento en un 10 por 100 en el número de tractores inscritos en ese año sobre 1971, el aumento en 1973 fue del 8 por 100. Los motocultores inscritos se incrementaron en un 43 por 100 en 1972, mientras que en 1973 crecieron en un 15 por 100. La matriculación de cosechadoras disminuyó en ambos años, 19 por 100 en 1972 y 13 por 100 en 1973, lo que puede reflejar una relativa saturación de este tipo de maquinaria.
- (2) Las importaciones de aeronaves crecieron extraordinariamente en 1972, al pasar de 1.200 millones, en 1971, a 8.200, en 1972. En 1973, las importaciones ascienden a 11.700 millones. Si se incluyen las importaciones de aviones en la comparación de lo ocurrido en los últimos dos años, la conclusión que se derivaría sería contraria a la del texto, pero tienen más valor como indicador de la inversión general en el sector servicios las importaciones sin incluir las aeronaves destinadas al mismo.
- (3) Las encuestas de la Cámara de Comercio, Industria y Navegación, de Barcelona, muestran el mismo fenómeno para la región catalana-balear, tanto para las existencias de materias primas como para los productos terminados. La encuesta del Ministerio de Industria se refiere solo a productos terminados.

Opiniones empresariales: Cartera de pedidos y nivel de existencias

Porcentajes netos: Medias móviles trimestrales



como la que atravesó la economía en el primer semestre, el exceso de demanda o, si se quiere, las dificultades del aparato productivo para hacer frente a los requerimientos de la demanda a corto plazo, pudo soslayarse parcialmente por una reducción de existencias, que de ese modo desempeñaron un papel estabilizador importante. Por otra parte, así como los empresarios trataron de acumular existencias de materias primas y productos semielaborados, los consumidores debieron intentar cubrirse, en alguna medida, de las alzas futuras de precios adelantando la adquisición de algunos bienes, lo que afecta negativamente a las existencias tal como se computan en la Contabilidad Nacional. El impacto de las variaciones de existencias en la producción, como un componente de la demanda global, presumiblemente fue posible en 1973, aunque la incidencia fue probablemente menor que en 1972, año en el que, de acuerdo con las cifras provisionales de las cuentas nacionales, un 2 por 100 del crecimiento del P. N. B., en términos reales, fue absorbido por un aumento de las existencias.

III.2. Consumo privado.

En 1973, el ritmo de crecimiento del consumo privado, en términos reales, fue ligeramente inferior al logrado en 1972, si bien no ocurre lo mismo cuando la comparación se efectúa en

términos monetarios, debido a la distinta evolución de los precios en uno y otro año (ver cuadro II-1). Aun cuando para el conjunto del año se registró una tasa de expansión bastante alta, ésta fue inferior a la del producto nacional, como es normal que suceda en períodos de fuerte crecimiento y elevada capitalización. Por su alta ponderación en la demanda global y por su comportamiento estimulante, el consumo constituyó un sustrato firme para la continuación de la fase expansivo de la economía, y ello a pesar de que no pueda destacarse como un factor particularmente dinámico en ese proceso. Desde luego, el comportamiento del consumo no debió ser uniforme a lo largo del año, ya que no lo fueron los factores que incidieron en su evolución.

Los factores que afectan al consumo tuvieron durante ese año un comportamiento que, si bien no podría calificarse como estrictamente contrapuesto, sí resultó, desde luego, de carácter compensador. El pleno empleo dominante en el mercado de trabajo —con el consiguiente aumento en la proporción de horas extraordinarias y la obtención de fuertes incrementos salariales en los convenios pactados a lo largo del año— se tradujo en un crecimiento del volumen de salarios monetarios en 1973 del 19,4 por 100 (según las encuestas del I. N. E.), frente al aumento del 16,2 por 100 en el año anterior. En sentido contrario actuó la aceleración del ritmo de aumento del coste de vida a lo largo de 1973, al erosionar paulatinamente el incremento del poder adquisitivo de los perceptores de rentas contractuales, lo cual debió afectar inevitablemente a la expansión del consumo en términos reales.

En cuanto a los beneficios, ligados ciertamente al nivel de actividad y al ritmo de inflación, al igual que las ganancias de capital producidas por la realización de valores mobiliarios e inmobiliarios, experimentaron incrementos importantes en 1973, que debieron influir de manera positiva sobre la evolución del consumo privado. Por otra parte, la aceleración del ritmo de inflación, al corregir al alza el ritmo esperado de crecimiento del coste de la vida, debió inducir un adelantamiento en los gastos planeados de consumo, con mayor incidencia en los bienes de consumo duradero. Con todo, esto último habrá afectado más a la distribución temporal del gasto en consumo a lo largo del año que a la cifra global del mismo.

El más probable resultado de la conjunción de estos factores es un mayor impacto expansivo

CUADRO II-10
Rentas salariales

Millones de pesetas			
	Volumen de salarios	Crecimiento sobre el mismo período del año anterior	
		Monetario	Real (a)
1971 ..	25.537	14,4	5,7
I.	22.593	17,0	8,6
II.	23.399	14,7	4,8
III.	27.765	13,8	6,2
IV.	28.391	12,9	4,1
1972 ..	29.686	16,2	7,3
I.	25.872	14,5	5,4
II.	27.088	15,8	8,0
III.	32.241	16,1	6,3
IV.	33.541	18,1	9,3
1973 ..	35.447	19,4	7,1
I.	30.322	17,2	8,3
II.	32.244	19,0	7,3
III.	38.176	18,4	5,3
IV.	41.045	22,4	7,4

(a) Deflactado el crecimiento monetario por el índice de vida.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística. Encuestas de salarios.

del consumo real privado en la primera mitad del año 1973 que en la segunda, aunque no todos los escasos indicadores disponibles para seguir la trayectoria del consumo respaldan esta conjetura.

III.3. Exportaciones.

El ritmo de crecimiento estimado de las exportaciones de bienes y servicios en pesetas corrientes fue de un 24,4 por 100, y de un 12,6 por 100 en pesetas constantes, lo que implica un deflactor implícito del 10,5. El efecto estimulante de las exportaciones sobre la actividad fue algo mayor en 1973 que en 1972. En este año, el incremento de las exportaciones absorbió un 24 del crecimiento del producto, mientras que en 1973 las exportaciones explican un 27 del crecimiento de aquél, según los valores en pesetas constantes. El ligero aumento de la incidencia de las exportaciones como un componente de la demanda global resulta tanto más sorprendente por cuanto que, a lo largo del año, hubo manifiestas tensiones en los mercados interiores de algunos bienes, la inflación en España alcanzó uno de los niveles más altos de los países europeos y la peseta experimentó una revaluación significativa frente al resto de las monedas. Por ello, hay que destacar la fase de expansión por la que atravesó la economía de los principales países occidentales como el hecho que explica primordialmente los excelentes resultados que arrojan las cifras de exportación. Sin embargo, si de las exportaciones de bienes se exceptúan los productos agrícolas, cuyo ritmo de crecimiento en 1973 se debió a una situación excepcional en los mercados exteriores, es posible detectar en el resto de las exportaciones una desaceleración con respecto a 1972, al mismo tiempo que una desaceleración en el segundo semestre de 1973 con relación al primero. De ello cabe deducir que las tensiones internas influyeron en la actividad exportadora. No obstante, la reducción registrada en el ritmo de crecimiento de las exportaciones industriales fue tan ligera, que casi podría justificarse por la irregularidad de las series, lo que induce a pensar que no siempre se abre a los empresarios la disyuntiva entre exportar o cubrir el mercado interior. En efecto, el desarrollo de algunos sectores y empresas ha estado fundamentado en la actividad exportadora; la conservación de mercados exteriores por las empresas y su política de expansión no puede revisarse continuamente de acuerdo con la situación interior de la economía, más bien las directrices de actuación se establecen por consideraciones a medio plazo; por otro lado, la estructura comercial y los mecanismos de distribución de las empresas no permitirán en todos los casos cambios drásticos en los flujos de mercancías; adicionalmente, en muchos casos existen contratos de suministro o contratos de mercancías de un largo período de fabricación (buques, por ejemplo) que no pueden alterarse fácilmente. Los resultados de las exportaciones en 1973 ponen de manifiesto que, a corto plazo, la situación de la economía mundial puede influir en su evolución más que las condiciones en que se desenvuelve la actividad interior, aunque no quepa desdeñar las repercusiones de esta última.

IV. PRECIOS Y COSTES

El intenso crecimiento experimentado por la economía en 1972 y 1973 no se consiguió sin un grave quebranto de la estabilidad interior. Parece una consecuencia inevitable en todo período

de expansión, cuando la demanda se torna pujante y presiona en los mercados de bienes y servicios productivos, el desencadenamiento de un proceso inflacionista. Pero aparte de este hecho, tan ampliamente confirmado en la generalidad de los países, la fase de expansión de la economía española iniciada a finales de 1971 nació ya con una rémora importante en cuanto a la estabilidad de los precios y coincidió con una inflación a nivel internacional de una intensidad y una extensión desconocidas desde la Segunda Guerra Mundial. En el capítulo I de esta Memoria ya se analizó con detalle el fenómeno de la inflación a escala mundial y su desarrollo en los principales países; baste ahora aportar algunas cifras para mostrar lo seriamente comprometida que se encontraba la estabilidad de la economía y lo profundamente arraigada que se hallaba la inflación en el sistema a comienzos de 1972. En el año 1971, el crecimiento del P. N. B., en términos constantes, fue tan solo del 4,6 por 100, el más bajo, con excepción de 1967, de los últimos trece años. No obstante, el deflactor implícito del P. N. B. fue del 7,8 por 100, el más alto del período 1966-1971 y uno de los más elevados a partir de 1961. Si se acude al índice general del coste de vida, el crecimiento de la media mensual en el año 1971 sobre la media mensual de 1970 fue del 8,2 por 100, habiendo experimentado el índice en los doce meses de aquel año un aumento del 9,7 por 100. La plataforma inflacionista de la que partió la recuperación de la economía explica, en buena medida, los aumentos de precios alcanzados en 1972 y 1973.

CUADRO II-11

Indice del coste de vida

Tasas de variación

	1971		1972		1973	
	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año
Indice general	8,2	9,7	8,3	7,3	11,5	14,3
Alimentación (49,39) (a)	7,8	12,6	9,1	6,4	12,7	15,9
Vestido y calzado (19,94)	8,6	7,3	8,8	11,0	14,3	17,9
Vivienda (7,95)	5,9	3,2	5,1	7,5	10,2	12,4
Gastos de casa (9,39)	7,6	6,1	5,9	5,7	7,5	11,0
Gastos diversos (18,83)	10,6	8,9	8,0	6,8	8,5	10,0

(a) Las cifras entre paréntesis son la ponderación de cada componente en el índice general.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

En el cuadro II-11 se recoge la evolución del índice del coste de vida y sus componentes. En el cuadro II-12 se registra la evolución del índice de precios al por mayor y los índices parciales más significativos. Ambos cuadros permiten seguir la trayectoria de la inflación en los últimos tres años y obtener una visión cuantificada de la gravedad del problema. Como puede observarse de la comparación de los índices entre 1972 y 1973, cualquiera que sea el índice y la

forma en que la comparación se haga, en 1973 se produjo un empeoramiento acusado de la situación inflacionista. La media anual del índice general del coste de vida creció en 1973 un 11,5 por 100 sobre la media de 1972, mientras que en éste experimentó una subida del 8,3 por 100 sobre la media de 1971. En los doce meses del año, el índice creció un 14,3 por 100

CUADRO II-12

Indices de precios al por mayor

Tasas de variación

	1971		1972		1973	
	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año
Indice general	5,7	8,4	7,6	5,6	9,3	15,4
Componente alimentación (52,3) (a) .	7,2	11,1	8,5	5,6	10,4	15,9
Resto componentes (47,7)	2,2	4,5	6,1	5,6	8,1	14,6
Indices especiales						
Productos agrícolas	5,7	8,6	5,1	2,1	9,2	17,9
Productos industriales	2,6	2,8	5,4	8,6	8,6	13,7

(a) Las cifras entre paréntesis corresponden a la ponderación en el índice general.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

en 1973, frente al 7,3 por 100 en 1972; es decir, la subida en 1973 duplicó prácticamente la registrada a lo largo de 1972. El índice de precios al por mayor arroja un cuadro parecido. En 1972, la media del índice creció en un 7,6 por 100 sobre 1971; en 1973, el crecimiento sobre 1972 fue del 9,3 por 100. En el transcurso del año, mientras el índice subió un 5,6 por 100 en 1972, en 1973 la tasa de crecimiento fue del 15,4 por 100; es decir, casi se triplicó el avance del índice de precios al por mayor entre un año y otro. Puede descenderse a mayor detalle comparando otros índices, pero el resultado final es siempre el mismo; e incluso, en algunos casos, se acentúa el contraste entre la evolución de los precios en los últimos dos años, como ocurre con el índice especial de precios al por mayor de los productos agrícolas, que sufrió un alza del 17,9 por 100 en los doce meses de 1973, frente a tan solo un 2,1 por 100 a lo largo de 1972. En los cuadros II-11 y II-12 se ve asimismo cómo el proceso inflacionista se extendió en 1973 a la generalidad de los sectores y a todos los bienes y cómo afectó a la actividad económica en todos sus niveles y aspectos. Tanto los precios de los bienes de consumo como los precios de los bienes de capital, los precios de los bienes como los costes de producción, los precios de los productos industriales como los precios de los productos agrícolas y los servicios; todos los precios, en fin, reflejaron las tensiones en que se ha desenvuelto el sistema económico en los últimos dos años y especialmente en 1973.

Las características de la evolución de la economía en 1972 y 1973 son similares en muchos aspectos, pero hay notas diferenciales entre un año y otro que explican una inflación tan aguda en este año y la relativa moderación de las alzas en 1972. Y no debe resultar sorprendente hablar de relativa inflación en 1972 ya que, si se tiene en cuenta la trayectoria de los precios en 1971 y su evolución en 1973, el año 1972 registró más bien una desaceleración de las alzas de los precios o, por lo menos, se mantuvo el proceso inflacionista sin agravarse. En ambos años, 1972 y 1973, el crecimiento del producto nacional fue muy elevado. En ambos años la demanda, interior y exterior, presionó fuertemente y constituyó un estímulo intenso de la actividad. En lo que respecta a la evolución de las magnitudes monetarias y las condiciones de liquidez del sistema, notas comunes en los dos últimos años fueron un crecimiento excesivo de la liquidez del público y una situación de facilidad en la obtención de fondos de financiación. A nivel internacional, las economías de los más importantes países atravesaron una fase de coyuntura en estos dos años, al mismo tiempo que los precios de las importaciones crecieron en ambos con inusitada intensidad y el tipo de cambio de la peseta experimentó, en cada uno de esos años, una revaluación media frente al resto de las monedas del mundo.

Estos rasgos comunes a 1972 y 1973 podrían explicar la inflación que en ellos se registró; pero resultan insuficientes para justificar la distinta intensidad de las alzas de precios en uno y otro año.

La primera nota significativa para marcar las diferencias entre 1972 y 1973, en cuanto a las causas o condicionantes del proceso inflacionista, es el hecho de que 1972 coincidió con las primeras etapas de la fase de recuperación de la economía y en 1973 culminó el período de expansión. Al iniciarse la fase ascendente del ciclo, el empuje de la demanda vino a colocar a las empresas ante una mejor situación de utilización de su capital productivo. Las ganancias de productividad al recuperarse la economía fueron intensas y ello contribuyó de alguna manera a mitigar las tensiones inflacionistas. La demanda global en el transcurso de 1972 no llegó a provocar tensiones acusadas en el sistema ni se hicieron patentes estrangulamientos sectoriales importantes. En el mercado de trabajo, por otra parte, por la existencia de un paro acusado general acumulado en la fase de recesión, la contratación de mano de obra, tanto la de escasa cualificación como la adiestrada, fue fácil y posible. Solo a partir del mes de abril de 1972 las cifras de paro empezaron a registrar la recuperación de la actividad que se había iniciado hacía un semestre. Por el contrario, en 1973, la duración que ya tenía la expansión y la intensidad con que había avanzado, así como el hecho, ya comentado, de los altos niveles de utilización de capacidad alcanzados, contribuyeron a que la persistencia del empuje de la demanda colocase a la economía en una situación comúnmente calificada como de exceso de demanda. En estas condiciones se hicieron patentes dificultades de abastecimiento de algunos productos, se acentuó la escasez de algunas materias primas y se acumularon los pedidos en las carteras de la empresas, todo lo cual facilitó los aumentos de precios y la transmisión de las elevaciones de costes. En el mercado de trabajo, por otra parte, aunque al principio de la recuperación la reabsorción del paro avanzó lentamente, al finalizar el año 1972 se había alcanzado ya una cifra muy próxima a lo que puede considerarse el pleno empleo, puesto que

en los siete meses siguientes no se observaron variaciones de consideración en el desempleo, a pesar de que los empresarios hicieron patentes sus dificultades crecientes en cubrir los puestos de trabajo. La escasez, cada vez más acusada, de mano de obra se tradujo en unas condiciones más favorables a los trabajadores en las negociaciones colectivas y en una mayor competencia de los empresarios para captar mano de obra cualificada escasa. Los costes crecientes, cada vez más difíciles de reabsorber vía aumentos de productividad, y las elevaciones de los precios de las materias primas no preocuparon demasiado a los empresarios, que, en la situación de la economía, podían repercutir fácilmente las subidas de los costes de producción. Así, pues, el crecimiento acusado de los costes y la tensión en los mercados de bienes y servicios productivos fueron rasgos peculiares de 1973, al menos en cuanto a la intensidad con que se presentaron, y establecen una diferencia sustancial con la evolución de 1972.

Antes de entrar en el examen de los salarios y su incidencia en el proceso inflacionista, conviene subrayar el comportamiento dispar de los precios de los productos agrícolas y del índice del componente alimenticio del coste de vida en 1972 y 1973, porque ello constituye una de las diferencias más importantes entre ambos años y explica, en parte, la evolución de los salarios. La media anual del índice del componente alimenticio del coste de vida creció en 1972 sobre 1971 en un 9,1 por 100, frente al 12,7 por 100 de crecimiento entre 1973 y 1972. Para valores medios, el componente alimentación del índice de precios al por mayor aumentó en 1972 en un 8,5 por 100 con respecto a 1971, mientras que en 1973 la tasa de crecimiento fue del 10,4 por 100; y el índice especial de los productos agrícolas pasó de un aumento del 5,1 por 100, en 1972 sobre 1971, a un aumento del 9,2 por 100, en 1973 sobre 1972. Pero para resaltar las diferencias es más importante comparar la evolución de los índices de precios más significativos a lo largo de los doce meses de cada año que relacionar las medias anuales. Durante 1972, el crecimiento fue de un 6,4 por 100 en el índice del componente alimenticio del coste de vida, de un 5,6 por 100 en el componente alimentación del índice de precios al por mayor y de un 2,1 por 100 en los precios de los productos agrícolas. Las alzas de esos índices en 1973 fueron, respectivamente, de un 15,9 por 100, un 15,9 por 100 y un 17,9 por 100, crecimientos todos ellos muy fuertes, que, por sí solos, dan una imagen más que suficiente de la intensidad que revistió la inflación en 1973 y apuntan una de sus causas fundamentales. En el apartado de la producción se ha intentado explicar las razones de unas alzas tan drásticas de los productos agrícolas en un año de producción más bien favorable. Aquí se intenta llamar la atención sobre la inflación en el sector agrario, por lo que representa por sí mismo dentro del fenómeno general de la inflación y por sus consecuencias para la exacerbación de las tensiones sociales. Ningún otro aspecto de la inflación afecta tan directamente a un enorme número de economías domésticas como las alzas de los bienes alimenticios.

Las alzas de los salarios monetarios en 1973 con relación a su evolución en 1972 hubieron de reflejar la tensa situación del empleo a lo largo de este último año y las subidas generales de precios. A su vez, estas alzas de salarios determinaron, en no poca medida, la subida general de costes y de precios, de tal forma que puede afirmarse que el proceso inflacionista descansó, sobre todo, en la cadena de reacción de precios y salarios. Estas reacciones desencadenadas por

los distintos grupos económicos o de intereses son el reflejo del intento de cada uno de ellos en mantener su participación en la distribución de la renta; pero en la mayoría de los casos, con estas reacciones, como ocurre en cualquier proceso dinámico y conflictivo, los grupos económicos no se limitan a defender su participación, sino que tratan de alterarla en su favor, originándose con ello una aceleración continua del proceso de alzas de precios y costes. En algunas ocasiones hay factores que operan favorablemente en la detención de esa aceleración, como son los aumentos de productividad, los resultados positivos del sector agrícola, los precios estabilizados de los bienes importados y, en general, una situación de la baja coyuntura en la economía. Otras veces, como ocurrió en 1973, con alzas excepcionales en los precios de la alimentación, una inflación aguda a nivel internacional y una situación económica caracterizada por el límite de crecimiento impuesto por la disponibilidad de factores productivos, las tensiones tienden a acelerarse.

CUADRO II-13

Evolución de precios y salarios

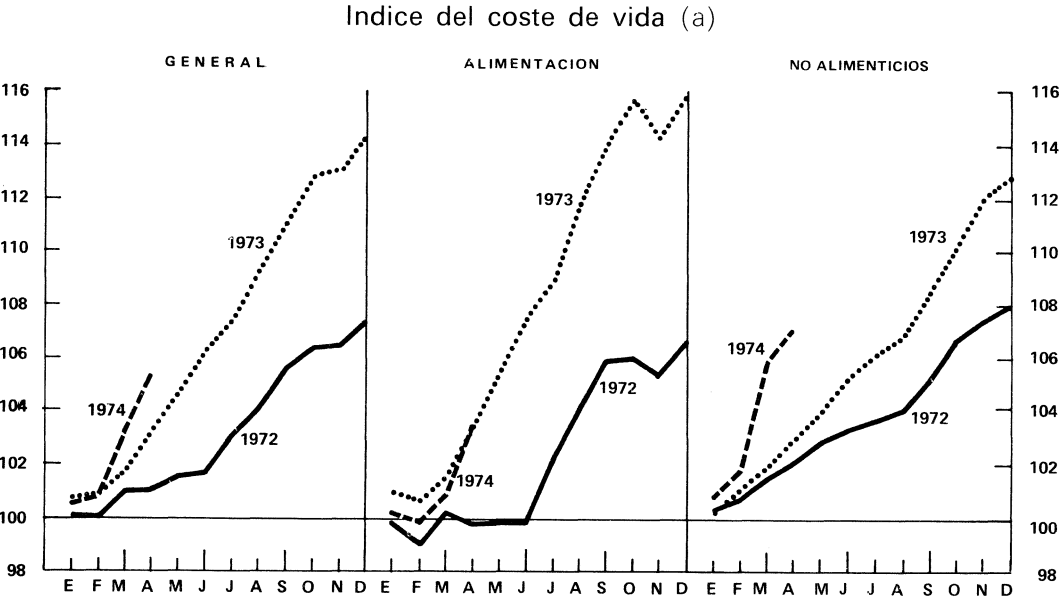
Tasas de variación s/mismo período año anterior

	1972					1973				
	AÑO	I	II	III	IV	AÑO	I	II	III	IV
Indice general del coste de vida.	8,3	8,6	7,2	9,2	8,1	11,5	8,2	10,9	12,4	14,0
Retribución por hora trabajada	17,0	15,1	14,9	19,4	18,4	19,8	18,3	20,0	19,1	21,1
Salarios industriales	17,6	14,1	15,6	19,3	20,4	17,0	16,3	20,0	13,1	19,0
Salarios agrícolas	13,4	14,7	12,8	12,5	13,7	19,2	16,4	18,5	19,6	22,1

En el cuadro II-13 se recoge la evolución del índice del coste de vida y la de los salarios en 1972 y 1973. En 1972, el crecimiento medio de la retribución por hora trabajada sobre 1971 fue del 17 por 100, mientras que el crecimiento en 1973 sobre 1972 fue del 19,8 por 100. En el cuadro II-13 puede observarse que el ritmo de crecimiento de los salarios en cada trimestre, con relación al mismo trimestre del año anterior, tendió a crecer, salvadas las irregularidades inevitables, a lo largo de 1972 y los dos primeros trimestres de 1973. A partir de entonces, los salarios monetarios presentaron menores ritmos de crecimiento, lo que unido a la aceleración de los precios a partir del segundo trimestre del año dio lugar a una erosión importante de los salrios reales. Si se compara las diferencias entre el crecimiento del índice del coste de vida y de los salarios monetarios (retribución media por hora trabajada), puede verse que, a lo largo de 1973, esa diferencia disminuyó al pasar de un 9,3 por 100, en el primer trimestre del año, al 6,2 por 100, en el cuarto. No cabe duda de que la presión de los salarios en los costes fue muy importante a lo largo del año, pero no es menos cierto que los salarios tuvieron dificultades en seguir la carrera de los precios.

Todavía es posible señalar otras diferencias en cuanto a las causas de la inflación entre 1972 y 1973, aunque solo sea por la intensidad con que se presentaron los fenómenos. Por el lado de la incidencia de la inflación internacional en la inflación interior, los precios de los bienes importados crecieron extraordinariamente en 1973, acentuándose así un hecho que ya revistió singular relieve en 1972 (1). Por el contrario, la revaluación media de la peseta en 1973 fue ligeramente superior a la revaluación media en el año anterior (según el índice elaborado por el Banco de España, las revaluaciones medias fueron del 3,6 por 100 y 3,1 por 100, respectivamente), de modo que, por la vía de la revaluación, tendió a compensarse la agravación de las subidas de precios internacionales, aunque la mejor posición de la peseta en 1973 no evitase que el ritmo de las alzas de precios para los importadores fuese más elevado en 1973 que en 1972. En cuanto a los aspectos internos, las expectativas inflacionistas tendieron a empeorar a lo largo de 1973, a medida que la inflación se aceleraba; de alguna forma, aunque sea muy difícil precisar sus efectos, la demanda especulativa originada por la posible escasez de productos, dadas las tensiones de oferta existentes, y las elevaciones de precios, y así, el intento por parte de cada empresario individual (y en general del público) de cubrirse de las alzas de precios, contribuyó a acelerarlas.

GRAFICO II-12



(a) Diciembre del año anterior igual a 100.

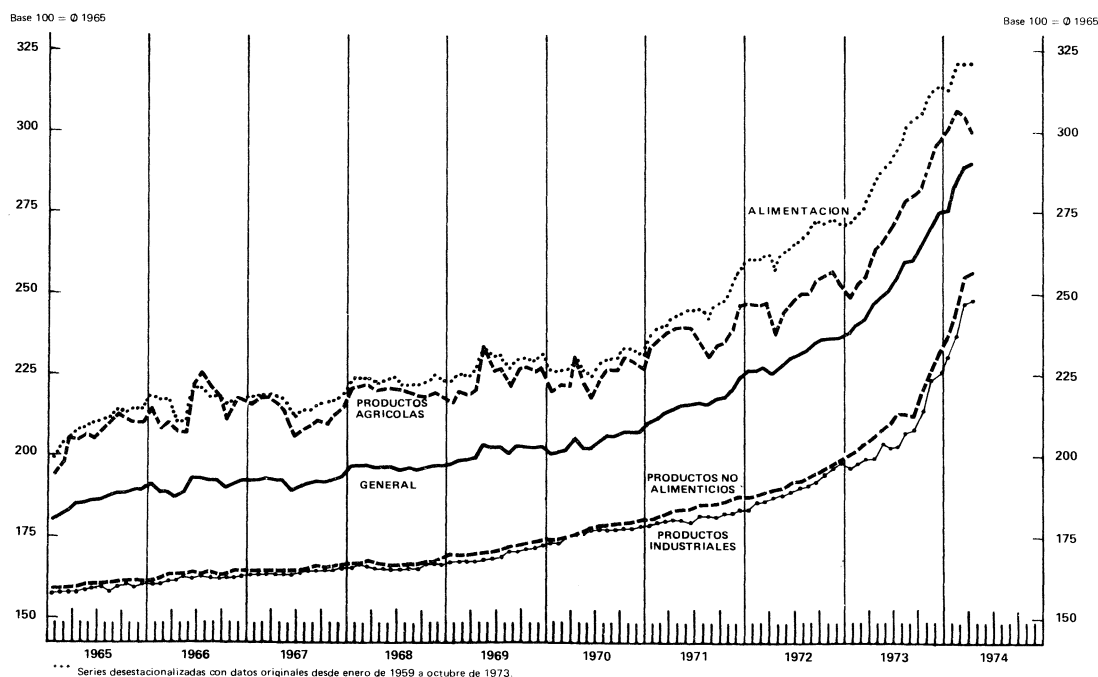
El crecimiento de los precios a lo largo de 1973 no fue uniforme; antes al contrario, pueden distinguirse distintas fases de la evolución de los índices, aunque no siempre coincidan cuando se relacionan varios de ellos. Ateniéndose al índice general del coste de vida —ver gráfi-

(1) Véase Capítulo I y más adelante, en este mismo Capítulo, el apartado del sector exterior.

co II-12—, las alzas de precios fueron moderadas en los primeros tres meses del año; la media de subida mensual en ese trimestre fue del 0,58 por 100. En el mes de abril se inició una etapa de crecimiento muy agudo, que duró hasta octubre, en la que el crecimiento medio mensual fue del 1,46 por 100, llegándose a registrar en septiembre un incremento del 1,74 por 100. En los dos últimos meses del año se registró una caída importante de la alzas de precios, que situó la tasa media en un 0,61 por 100. Pocos motivos existían, sin embargo, para pensar que se había superado la fase más aguda de la inflación, a pesar de la desaceleración observada en el índice del coste de vida. En ningún momento fue perceptible un cambio de expectativas o una mejora en el índice de precios al por mayor (ver gráfico II-13); por último, la crisis de energía hizo su aparición y se transformó rápidamente en un problema agudo de alzas de

Indice de precios al por mayor ***

GRAFICO II-13



precios. La ligera mejoría que el índice del coste de vida presentaba al finalizar 1973 se debió, en parte, a la política anti-inflacionista instrumentada en los meses anteriores, que se dirigió sobre todo a eliminar los aspectos más alarmantes de la inflación.

IV.1. La política anti-inflacionista.

Según se desprende de lo dicho en páginas anteriores, la presión de la demanda en una economía que a mediados de 1973 completaba casi dos años de fuerte expansión, junto con las fuertes alzas registradas tanto en los precios de los productos agrícolas internos como en los de las

principales materias primas y alimentos de importación, fueron los principales factores desencadenantes de una aceleración del ritmo de inflación en 1973 que, al iniciarse el segundo semestre del año, resultaba ya claramente peligrosa y exigía una atención preferente por parte de las autoridades económicas. Dada la situación que ya había alcanzado la economía, las autoridades se enfrentaban con un dilema ya clásico: si trataban de cortar la inflación con energía, corrían el riesgo de precipitar una recesión de importancia, y si trataban de mantener el ritmo de actividad y suavizar en todo lo posible la inevitable desaceleración de la misma, corrían el riesgo de estimular la inflación o, al menos, de no contrarrestarla.

La tensión acumulada de la demanda era ya tan importante, las expectativas alcistas estaban ya tan consolidadas y la contribución moderadora que cabía esperar del resto del mundo era tan escasa, que solo una actuación enérgica y duradera de signo restrictivo sobre la demanda interna hubiera logrado afectar apreciablemente al proceso inflacionista, aunque sin evitar que los ritmos de alza de los precios fuesen considerables durante bastante tiempo. El coste social de tal operación parecía muy elevado, especialmente si se tenía en cuenta que la propia longitud del auge interior y la previsible recesión de la economía mundial señalaba la proximidad de una fase de desaceleración del ritmo de actividad. Era obvia, sin embargo, la imposibilidad de mantener una actitud pasiva ante el impulso que había adquirido el proceso inflacionista. Y así, la política económica inició una vía media, consistente en procurar desacelerar la inflación y combatir las expectativas inflacionistas sin dañar apreciablemente la inversión y las expectativas empresariales, señalándose unos objetivos de progresiva moderación del alza de los precios que habían de lograrse en los últimos meses de 1973 y a lo largo del año 1974.

En cuanto a la **política monetaria**, a partir del mes de enero, mes en el cual los activos líquidos del sistema bancario experimentaron un extraordinario aumento proporcionando al sistema crediticio enormes posibilidades de financiación, las autoridades monetarias centraron sus esfuerzos en reducir los excedentes de liquidez del sistema, con objeto de imponer una desaceleración de los ritmos de crecimiento de las disponibilidades líquidas, de la oferta monetaria y de la expansión del crédito. No obstante, las medidas de contención aplicadas no fueron suficientes para impedir que durante la primera parte del año se registraran ritmos de crecimiento de las variables monetarias que superaron de forma apreciable a los registrados en 1972, año en que su expansión fue ya excepcional (1). A partir de la segunda mitad del año, el Banco de España persistió de forma decidida en su política de drenaje de liquidez, consiguiendo situar el sistema bancario bajo su control y desacelerar los ritmos de expansión de las magnitudes monetarias; esta desaceleración fue, sin embargo, considerada insuficiente, a la vista de las importantes alzas del coste de la vida que se registraron en septiembre y octubre, de forma que, con objeto de deprimir las expectativas alcistas sobre la evolución de los precios, se impuso en el cuarto trimestre del año una más intensa reducción de la liquidez de la banca.

(1) Ver en los Capítulos siguientes el análisis de la evolución de las disponibilidades líquidas y el crédito.

La **política de importaciones** consistió en un conjunto de disposiciones orientadas a establecer un régimen de comercio más liberal y menos protector. Para un conjunto de productos se redujeron los derechos arancelarios, o se suprimieron temporalmente estos derechos y los gravámenes interiores compensatorios o se liberalizó o privatizó su comercio (véase más adelante el apartado del sector exterior). Es muy difícil apreciar la eficacia de estas medidas en la lucha contra la inflación. Seguramente sus efectos fueron limitados, si hay que atenerse a los resultados; no obstante, se dieron algunos pasos en el sentido de hacer más competitiva la economía y de asegurar un flujo más adecuado de importaciones. El hecho de que las circunstancias tanto interiores como internacionales no fuesen las más propicias para beneficiarse de modo inmediato de las medidas tomadas, no debe ocultar las ventajas de continuar avanzando por el camino emprendido.

Las agudas alzas del índice del coste de la vida y del índice de precios al por mayor que, a pesar de las medidas comentadas, se venían registrando durante el segundo trimestre del año, hicieron inevitable la adopción de medidas más drásticas para contener el proceso inflacionista, y estas medidas se encuadraron en los **programas anti-inflacionistas** adoptados en los meses de septiembre y noviembre. En el mes de septiembre (Consejo de Ministros del día 17) se elaboró un plan de lucha anti-inflacionista cuyo contenido consistió: primero, en una congelación de los precios de un conjunto de bienes y servicios vigentes hasta finales de año; segundo, en la creación de derechos ordenadores a la exportación para determinados productos, con objeto de regular las exportaciones de acuerdo con las tensiones en el mercado interior; en tercer lugar, en la activación de las disposiciones sobre liberalización de importaciones semejantes a las aplicadas en el transcurso del año, y, por último, en un mayor control y vigilancia administrativa del cumplimiento de las normas sobre precios. En los meses de septiembre y octubre las alzas registradas del coste de vida fueron muy importantes, por lo que en el Consejo de Ministros del 30 de noviembre se aprobó un Decreto-Ley sobre medidas coyunturales de política económica, que según declaraba la exposición de motivos, estaba encaminado a mantener el proceso de desarrollo en un clima de mayor estabilidad. En él pueden distinguirse dos tipos de acciones bien diferenciadas, aunque con inevitables concomitancias: por un lado, el Decreto-Ley incluía un plan anti-inflacionista basado en un control de precios y en una política de rentas; por otro lado, se instrumentaron un conjunto de disposiciones fiscales que suponían retoques de alguna consideración al sistema fiscal y tenían, además, un contenido coyuntural importante. En este apartado solo se analizarán las medidas contra la inflación y las disposiciones fiscales en la medida en que están relacionadas con aquéllas, bien sea a través de sus efectos distributivos de la renta o de su incidencia en la actividad a corto plazo (1).

El resumen esquemático del Decreto-Ley de los puntos que aquí interesan es el siguiente:

(1) Para el examen de las modificaciones del sistema fiscal, véase apartado del sector público.

1) *Política de precios.*

A partir de la publicación del Decreto-Ley (1 de diciembre) y hasta el 31 de diciembre de 1974, los artículos contenidos en una lista que se especificaba en dicho Decreto-Ley (y que incluía los más importantes artículos alimenticios, servicios y bienes industriales intermedios) quedaron sometidos al régimen de **precios autorizados** y de **vigilancia especial**. Para los artículos sometidos a régimen de precios autorizados, el Gobierno señaló precios fijos o máximos. Para los artículos sometidos a régimen de vigilancia especial, el Gobierno podía adoptar las medidas que considere pertinentes para evitar que los precios sobrepasen determinados niveles de incrementos. El Gobierno podía también fijar el margen de comercialización de cualquiera de los productos incluidos tanto en régimen de precios autorizados como en régimen de vigilancia especial. Hasta el 31 de diciembre de 1974, solo se admitían los aumentos de precios siguientes: 1) Para productos industriales y servicios, las alzas que obedecieran a elevaciones de costes de salarios o de materias primas; respecto de los costes salariales, no se permitiría repercutir en los precios subidas superiores al 14 por 100. 2) Los precios fijos o máximos de intervención de los productos agrarios regulados por la campaña no podrían aumentar en más de un 6,25 por 100 global y ponderado y los no regulados a través de normas de campaña deberían limitar sus alzas a un máximo del 6 por 100. 3) Las elevaciones de precios autorizados que excedieran del 3 por 100 anual habrían de ser aprobados en Consejo de Ministros. Con objeto de regular los precios, el Gobierno estaba capacitado para adoptar las siguientes medidas: 1) Autorización de importaciones. 2) Suspensión o limitación de exportaciones. 3) Modificación del régimen de comercio. 4) Modificación del régimen arancelario. 5) Constitución de «stocks». 6) Intervención directa respecto de bienes o empresas concretas. Se creó, como órgano de trabajo del Consejo de Ministros para la política de precios, **la Junta Superior de Precios**.

2) *Política de rentas.*

Se prohibía a las sociedades o empresas repartir, hasta finales de 1974, dividendos, participaciones o acciones liberadas o retribuciones de cualquier clase, superiores a la media de las distribuidas en los dos últimos ejercicios. Los Convenios Colectivos no podrían acordar alzas salariales superiores al alza del coste de vida, según índice del I. N. E., ni, en cualquier caso, alzas que supusieran una repercusión en precios superior al 5 por 100; los porcentajes de aumento salarial que se acordaran dentro de estas normas podrían ser proporcionalmente mayores para los salarios más bajos. Durante la vigencia de estas normas, el 50 por 100 de la cuota de la Seguridad Social correspondiente a trabajadores que perciban retribuciones menores de 150.000 pesetas anuales correría a cargo de las Empresas.

3) *Política fiscal.*

El tipo general del impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal se redujo del 14 al 12 por 100, y se mantuvo el del 9 por 100 para los contribuyentes con ingresos hasta 200.000 pesetas anuales. Se reintrodujo la desgravación fiscal a la inversión.

En consonancia con la prioridades explícitas de las autoridades económicas a que antes se hacía referencia, el Decreto-Ley resumido más arriba reconocía la imposibilidad de reducir drásticamente la tasa de inflación a corto plazo y, por consiguiente, las disposiciones en él contenidas tendían más a evitar una aceleración del ritmo de las alzas de precios que una reducción rápida e inmediata del mismo; por otro lado, dicho Decreto-Ley establecía como forma de apoyo al mantenimiento de la actividad, tanto el estímulo a la inversión a través de la desgravación fiscal (concentrándose el apoyo selectivamente a aquellos sectores que a lo largo de la fase de expansión había mostrado más limitaciones y estrangulamientos en la oferta y habían contribuido, por tanto, de forma destacada a la inflación) como el paliativo que la reducción del tipo de gravamen en el impuesto de trabajo personal supone respecto de la desaceleración del consumo esperable como consecuencia de la congelación de salarios; de esta manera se intentaba hacer compatible una evolución más estable de los precios con la conservación, en lo posible, del dinamismo de la economía. En cuanto a las medidas concretas adoptadas, éstas estaban primordialmente dirigidas a romper el círculo vicioso existente entre la evolución de los precios y la evolución de los salarios a través de una política de rentas, que se impuso fundamentalmente sobre los salarios, y de un control de precios de los bienes y servicios, extensivo a todos los niveles y todos los sectores; estas medidas sirvieron para liberar a la política monetaria del papel casi único que se le había asignado en los meses anteriores respecto de la contención de la inflación y este es uno de los aspectos favorables de las mismas, ya que el manejo de las variables monetarias resulta ser un instrumento insuficiente para controlar la inflación una vez que ésta se halla enraizada en el sistema, a menos que se imprima a la política anti-inflacionista un marcado carácter depresivo (1).

Los resultados que cabía esperar de las medidas anti-inflacionistas adoptadas en el mes de noviembre no podrían ser inmediatos, dada la importancia de los factores inflacionistas acumulados a lo largo de 1973. Sus objetivos habrían de lograrse, en medida fundamental, en un amplio plazo, que se prolongaría a lo largo del año 1974. Sin embargo, un nuevo elemento perturbador, de intensidad y dimensión sin precedentes, había de irrumpir bruscamente en la escena económica al concluir el año: la crisis del petróleo. Sus consecuencias para las economías de los países consumidores-importadores de crudos han sido ya expuestas con generalidad en el Capítulo I de este Informe: por una parte, introducía un nuevo e importante factor impulsor de las alzas de precios; por otra parte, aportaba elementos automáticos de recesión y enfrentaba a los empresarios con un panorama cargado de incertidumbre. Por ambas vías, la crisis del petróleo venía a perturbar gravemente los objetivos de la política económica española e imponía su replanteamiento, de cara a 1974, teniendo en cuenta los nuevos datos.

(1) Como se verá en el Capítulo III, a partir de mediados de diciembre, y una vez puesto en ejecución este plan de lucha contra la inflación, cambió la actitud de las autoridades respecto a la liquidez del sistema.

V. EL SECTOR PÚBLICO

Un análisis detallado del comportamiento del sector público en 1973 resulta imposible, pese al intenso esfuerzo desplegado por el Ministerio de Hacienda (1) en el terreno de la información. El presupuesto inicial del sector público para 1973 y las informaciones sobre la ejecución presupuestaria de algunos de sus componentes permiten, sin embargo, una primera aproximación analítica al comportamiento del sector público en 1973. Se examinarán, además, las modificaciones fiscales introducidas por el Decreto-Ley de 30 de noviembre, cuya significación excede de la meramente coyuntural.

V.1. El presupuesto en 1973.

El presupuesto inicial de las Administraciones Públicas para 1973 preveía un crecimiento del gasto presupuestario del 23,3 por 100 sobre las cifras iniciales del año anterior, que se reducía a un 19 por 100 si se calculaba sobre el gasto realizado en 1972; es decir, preveía una tasa de incremento del gasto más alta que la esperada del producto nacional para 1973. Tal crecimiento se debía básicamente al fuerte impulso del gasto a realizar por la Seguridad Social, cuyo aumento se cifraba en un 38,2 por 100, ya que se proyectaba que el de la Administración Central solo aumentase un 13,1 por 100. A la vista de los datos disponibles puede estimarse que las administraciones públicas habrán alcanzado en 1973 un crecimiento del gasto cercano al 23 por 100, ya que la Seguridad Social, uno de sus principales componentes, ha tenido un crecimiento del gasto muy superior al previsto. En efecto, los gastos de la Seguridad Social, según las primeras estimaciones, alcanzaron los 332.000 millones de pesetas, frente a los 298.000 millones previstos.

Como las cuentas de las administraciones públicas del año 1973 no han sido aún publicadas, es imposible realizar un estudio detallado del comportamiento de sus diversos agentes, por lo que solo se analizará la situación de la Administración Central.

- (1) Siguiendo el camino iniciado en años anteriores, el Ministerio de Hacienda ha elaborado y publicado las cuentas de las empresas públicas para los años 1966 al 1969 (ver apéndice estadístico) y tiene en curso de elaboración las de los años 1970 al 1972. Está elaborando, por vez primera, las cuentas de las entidades financieras públicas para los años 1966 al 1969. De continuar por este camino, pronto podrá disponerse de unas cuentas económicas del sector público, al realizarse ya la de sus tres componentes: administraciones públicas, empresas públicas y entidades financieras públicas. Sería por ello aconsejable que, una vez puestas al día las cuentas económicas del sector público, se acortasen los plazos de elaboración y publicación, lo que podría venir ayudado por una más amplia colaboración con el Ministerio de Hacienda de los diversos componentes del sector público español. Es por todo ello altamente elogiable que el Ministerio de Hacienda pudiera elaborar en 1973, y haya continuado en 1974, un presupuesto inicial consolidado del sector público, del que solo quedan excluidos, por su especial carácter, el de las entidades financieras públicas, así como el que, conjuntamente con el presupuesto del sector público para 1974, haya enviado a las Cortes, también por primera vez, la liquidación de los presupuestos de los organismos autónomos para 1972.

El presupuesto inicial de la Administración Central elaborado para 1973 intentaba no añadir nuevos impulsos alcistas a una situación en la que el sector privado pulsaba con mucha fuerza. La moderación presupuestaria se articulaba sobre una reducción importante del crecimiento de los gastos de inversión, manteniendo un crecimiento razonable de los gastos corrientes. Al mismo tiempo, se pretendía que el sector público ayudase a atenuar el ritmo de crecimiento de las magnitudes monetarias. La realización presupuestaria a lo largo del año muestra que pudieron conseguirse estos objetivos.

La contención en los pagos frente a un crecimiento mayor de los ingresos hizo que en 1973 el presupuesto de este año (medido en base a las operaciones no financieras) arrojarase un superávit moderado. En el cuadro II-14 puede verse cómo el superávit del presupuesto, de unos 16.300 millones de pesetas, se transformó en uno de 7.600 millones, si se tiene en cuenta el resto de las operaciones extrapresupuestarias. El déficit de las operaciones extrapresupuestarias (8.700 millones) se debe básicamente a una fuerte aceleración en los pagos por cuenta de las Corporaciones Locales, ya que las operaciones de Tesorería, al igual que el año anterior, aunque de forma más moderada, arrojan un superávit —9.700 millones de pesetas—.

CUADRO II-14

Ingresos y pagos de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
Operaciones no financieras (neto) (1+2+3)	— 27,9	0,8	7,6
1. Ingresos	354,4	411,3	494,1
Presupuesto (a)	340,2	398,7	477,7
Anexo	6,4	6,5	9,6
Por cuenta de las corporaciones locales	7,8	6,1	6,8
2. Pagos	— 382,9	— 427,8	— 496,2
Presupuesto (b)	— 356,7	— 406,1	— 461,4
Adicional	— 11,3	—	—
Apéndice	— 0,2	— 6,9	— 8,7
Anexo	— 7,1	— 5,7	— 7,5
Por cuenta de las corporaciones locales	— 7,6	— 9,1	— 12,6
3. Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	0,6	17,3	9,7

(a) Excluidos los procedentes de variación de activos financieros y de variación de pasivos financieros. Para mayor detalle, véase cuadro II-15.
(b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y de deuda de organismos públicos cuya carga financiera se paga con cargo al Presupuesto. Para mayor detalle, véase cuadro II-17.
(c) Incluye también ajustes.
FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Los ingresos presupuestarios obtenidos por la Administración Central en 1973 (cuadro II-15) superaron a los previstos inicialmente. Los ingresos no financieros crecieron un 20 por 100 respecto de los del año anterior, tasa ligeramente superior a la del crecimiento del P. N. B. a pesetas corrientes. Los ingresos financieros, a causa de no haberse emitido deuda, disminu-

yeron fuertemente respecto del año anterior, pese a que los ingresos por variación de activos financieros crecieron fuertemente respecto de años anteriores, al venderse unos 4.000 millones de pesetas en acciones de empresas. El crecimiento de los ingresos no financieros se debió a un fuerte aumento en la recaudación impositiva, ya que los ingresos no impositivos disminuyeron respecto a los obtenidos en 1972; la mejora recaudatoria se produjo en los impuestos tanto directos como indirectos.

CUADRO II-15

Administración Central

Ingresos presupuestarios obtenidos

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas				Tasas de crecimiento (a)			
	1971	1972	1973	1974 (b)	1971	1972	1973	1974 (c)
Ingresos no financieros	340,2	398,7	477,7	550,4	13,0	17,2	19,8	15,2
Ingresos impositivos	283,7	337,3	422,3	484,1	10,8	18,9	25,2	14,6
Impuestos directos	98,7	117,6	147,5	172,9	20,4	19,1	25,4	17,2
Impuestos indirectos	185,0	219,7	274,8	311,2	6,3	18,7	25,1	13,2
Ingresos no impositivos	56,5	61,4	55,4	66,3	25,5	8,7	— 9,8	19,7
Tasas	32,3	37,7	30,2	37,6	43,5	16,7	— 19,9	34,5
Transferencias corrientes	8,7	9,0	10,2	13,4	1,2	3,4	13,3	31,4
Ingresos patrimoniales	15,4	14,3	14,5	14,3	12,4	— 7,1	1,4	— 1,4
Enajenación de inversiones reales	0,1	0,4	0,5	1,0	— 50,0	—	25,0	—
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	—
Ingresos financieros	23,9	20,0	6,2	1,3	—	— 16,3	—	—
Variación de activos financieros	0,8	1,0	5,0	1,1	14,3	25,0	—	—
Variación de pasivos financieros	23,1	19,0	1,2	0,2	—	— 17,7	—	—
TOTAL	364,0	418,7	483,9	551,7	19,7	15,0	15,5	14,0

(a) Sobre el mismo concepto del año anterior.
(b) Previsiones iniciales presupuestarias.
(c) Tasa de crecimiento de las previsiones para 1974 sobre los ingresos obtenidos en 1973.
FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Aun cuando el esfuerzo continuado del Ministerio de Hacienda por lograr una mejor estimación de las bases pueda explicar la mayor recaudación en los impuestos directos, no cabe duda que los elevados ritmos inflacionistas sufridos por la economía española en 1973, junto al crecimiento de las rentas monetarias, son también causa de su fuerte ritmo de incremento. Tanto los impuestos que gravan las rentas de las personas físicas como los que gravan las rentas de sociedades experimentan fuertes subidas recaudatorias (trabajo personal, 41 por 100; renta de las personas físicas, 23 por 100; renta de sociedades, 23 por 100). Solamente el impuesto industrial sigue manteniendo un ritmo de crecimiento poco elevado (5 por 100) y la contribución rústica acusa, de nuevo, un estancamiento. También los impuestos indirectos aumentaron fuertemente su recaudación (25,1 por 100), reflejando el elevado ritmo de actividad y las tensiones inflacionistas antes mencionadas.

La disminución de los ingresos no impositivos se debió a la caída en la recaudación por tasas, pues se redujo a la mitad lo obtenido el año anterior por tributos parafiscales.

En cuanto a los pagos presupuestarios (ver cuadro II-16), los créditos presupuestarios totales para 1973 alcanzaron los 587.000 millones de pesetas (474.000 de presupuesto inicial, 60.000 de ampliaciones en el año y 53.000 de resultas de ejercicios anteriores). Se pretendía con

CUADRO II-16

Administración Central

Ejecución presupuestaria (a)

	Cifras absolutas			Tasas de crecimiento		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973
Presupuesto total (d)	463,0	516,0	587,0	18,9	11,4	13,8
Gastos corrientes (b)	308,9	335,4	394,2	19,9	8,6	17,5
Gastos de inversión (c)	154,1	180,6	192,8	16,8	17,2	6,7
Gastos autorizados (e)	439,8	493,5	560,2	22,5	12,2	13,5
Gastos corrientes (b)	296,7	320,6	377,1	21,8	8,1	17,6
Gastos de inversión (c)	143,1	172,9	183,1	24,1	20,8	5,8
Gastos dispuestos (f)	437,8	481,2	559,5	22,4	9,7	16,3
Gastos corrientes (b)	296,5	320,3	377,0	21,8	8,0	17,7
Gastos de inversión (c)	141,3	160,9	182,5	23,8	13,9	13,4
Obligaciones contraídas (g)	391,7	445,8	511,7	9,7	13,3	14,8
Gastos corrientes (b)	276,0	297,7	357,0	12,5	7,9	19,9
Gastos de inversión (c)	115,7	148,1	154,7	3,6	28,0	4,5
Pagos ordenados	387,0	441,9	506,0	20,4	14,2	14,5
Gastos corrientes (b)	272,2	295,1	352,8	21,0	8,4	19,5
Gastos de inversión (c)	114,8	146,8	153,2	18,8	27,9	4,4

- (a) Comprende el presupuesto del año y las resultas de años anteriores. Excluidos los correspondientes al anexo, apéndice, adicional, por cuenta de las Corporaciones Locales y los de Tesorería.
- (b) Comprende sueldos y salarios, compra de bienes y servicios, intereses y transferencias corrientes.
- (c) Comprende los de capital (inversiones reales y transferencias de capital) y los financieros (variación de activos y variación de pasivos).
- (d) Presupuesto del año (inicial más ampliación en el mismo) más resultas de ejercicios anteriores.
- (e) Reservas de fondos que se realizan a petición de los Ministerios correspondientes.
- (f) Corresponde a la fase de contratación.
- (g) Se contrae la obligación de pago tras la aprobación de la obra ya entregada o de la recepción del bien o servicio correspondiente.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

ello que el crecimiento de los pagos fuese moderado y que el presupuesto jugase de nuevo un papel neutro en el proceso de expansión. Aun cuando las ampliaciones de créditos en el año supusieran casi el doble de las del año 1972, a causa del fuerte incremento en los créditos permanentes (incorporación al presupuesto de ciertos créditos del presupuesto anterior) y al aumento en los créditos ampliables y en los generados por ingresos, la disminución en las resultas respecto a años anteriores, debido a la menor duración del período de ampliación

del presupuesto del año anterior, compensó en parte este incremento, haciendo que los créditos presupuestarios totales aumentasen casi en un 14 por 100 (los créditos presupuestarios iniciales lo hacían también en igual proporción), tratando así de buscar una actuación presupuestaria moderada, que correspondía al crecimiento previsto del P. N. B. en términos monetarios.

Pero esta contención en el gasto presupuestario hubo de articularse básicamente sobre los gastos de inversión, que veían reducir fuertemente la tasa de crecimiento del año anterior. Si inicialmente el presupuesto preveía unos créditos para inversión superiores a los del año anterior en un 10 por 100, al añadirle las ampliaciones y las resultas por este concepto, los créditos para inversiones crecían un 6,5 por 100. Las autoridades, ante el fuerte ritmo de crecimiento de la inversión privada previsto, y sobre todo ante la necesidad ineludible de hacer frente a unos gastos corrientes (especialmente de personal) que se habían visto contenidos a un nivel muy bajo en los últimos años, decidieron reducir el ritmo de inversión pública en 1973, a diferencia de lo acaecido en 1972, en el que la inversión pública aumentó fuertemente. Si bien la decisión de las autoridades de disminuir la inversión, obligadas por la necesidad de aumentar los gastos corrientes, puede ser considerada como lógica dentro de un análisis muy a corto plazo, no lo es tanto a más largo plazo. Si, como parece obligado, no puede continuar la contención de los gastos corrientes, ello no debe llevar a una atenuación en el ritmo de crecimiento de la inversión pública sino, necesariamente, a un incremento a los ingresos que permita cubrir suficientemente ambos tipos de gastos.

Al igual que en años anteriores, las autoridades imprimieron gran agilidad a la ejecución presupuestaria y solamente parece notarse cierta pérdida de ritmo en la fase de obligaciones contraídas, y específicamente en las correspondientes a gastos de inversión, que puede venir explicada por cierta demora en la expedición de las certificaciones de obras públicas.

Dentro de los pagos realizados (cuadro II-17), última fase de la ejecución del gasto, los pagos no financieros crecieron un 17 por 100 frente al 13 por 100 previsto. Mientras los pagos por operaciones corrientes avanzaron un 19 por 100 (se preveía un crecimiento de alrededor del 15 por 100), los de capital lo hicieron en un 3 por 100 (crecimiento previsto, un 11 por 100 sobre las cifras iniciales de 1972 y un 7 por 100 sobre las efectivamente alcanzadas). Dentro de los pagos corrientes crecen fuertemente los de personal, a causa de las subidas de remuneraciones puestas en vigor para los funcionarios civiles y militares en 1973, y las transferencias corrientes, que, al igual que los de personal, aumentan sobre lo previsto inicialmente. Pese a todo, ha de destacarse que el ritmo de crecimiento de las transferencias está muy por debajo del de los años anteriores, lo que pone de manifiesto que el intento del Ministerio de Hacienda de reducir los niveles de subvenciones está empezando a dar resultados. El bajo ritmo de crecimiento de los pagos por operaciones de capital se debe al nulo crecimiento de las inversiones reales, ya que las transferencias de capital crecen alrededor del 5 por 100.

El análisis de la evolución de los pagos a lo largo del año (ver apéndice número 57) muestra una intensificación de su ritmo en el segundo semestre y, especialmente, en el último trimestre del año.

V.2. La política fiscal.

El Decreto-Ley de 30 de noviembre y el conjunto de disposiciones que lo desarrollaron han supuesto modificaciones de importancia en nuestro sistema fiscal. Aun cuando estas modificaciones venían justificadas por motivos coyunturales, tal como antes se dijo, su alcance va bastante más lejos. Las principales medidas han afectado a los tipos, bases y exenciones de

CUADRO II-17

Administración Central

Pagos realizados (a)

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas				Tasas de crecimiento (b)			
	1971	1972	1973	1974 (c)	1971	1972	1973	1974 (d)
Pagos no financieros	356,7	406,1	467,4	538,7	20,4	14,3	16,8	15,8
Operaciones corrientes	258,1	284,0	338,8	387,6	20,7	10,0	19,3	14,4
Personal	140,1	158,2	191,2	216,3	13,2	12,9	20,9	13,4
Compra de bienes y servicios	24,0	27,3	30,9	36,6	13,2	13,7	13,2	18,4
Intereses	4,1	6,9	9,7	8,6	- 21,1	68,3	40,4	- 11,4
Transferencias corrientes	89,9	91,6	107,8	125,5	40,9	1,9	17,7	16,4
Operaciones de capital	98,5	123,7	126,9	151,1	19,5	25,6	2,6	19,0
Inversiones reales	57,0	59,7	60,0	70,6	28,7	4,7	0,5	17,6
Transferencias de capital	41,5	64,0	66,9	80,5	8,9	54,2	4,5	20,3
Pagos financieros	7,1	12,4	16,0	12,9	- 6,6	74,6	29,0	- 19,4
Variación de activos financieros	4,8	6,0	7,7	5,7	6,2	25,0	28,3	- 26,0
Variación de pasivos financieros	2,3	6,4	8,3	7,2	- 28,1	178,2	29,7	- 13,3
TOTAL	363,8	418,5	483,4	551,7	19,7	15,0	15,5	14,1

(a) Estimación de los pagos realizados, de acuerdo con una clasificación económica en base a las cifras de pagos ordenados. Se excluyen los pagos de las secciones anexo, apéndice y adicional. Incluye los pagos por resultados.
(b) Sobre igual concepto del año anterior.
(c) Previsiones iniciales presupuestarias.
(d) Tasa de crecimiento de los pagos previstos en 1974 sobre los realizados en 1973.
FUENTE: Ministerio de Hacienda.

algunos impuestos. En efecto, junto a la ya descrita reducción del 14 por 100 al 12 por 100 en el tipo del impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal y al mantenimiento temporal del tipo del 9 por 100 para los trabajadores con ingresos inferiores a 200.000 pesetas, las modificaciones más importantes han afectado al impuesto general sobre la renta de las personas físicas y, en menor medida, los impuestos industriales y de lujo.

Las modificaciones en el impuesto general sobre la renta de las personas físicas se han centrado en la reducción de los tipos impositivos, la introducción, como parte de la base imponi-

ble, de las plusvalías obtenidas por enajenación de activos mobiliarios e inmobiliarios en plazos superiores a uno o tres años respectivamente, la actualización de algunos signos externos y la ampliación de los obligados a declarar, junto a medidas menores, como el cambio de calendario de declaración, el establecimiento de multas más elevadas por no declaración y la concesión de una cierta amnistía fiscal.

En las tarifas del impuesto se ha operado una reducción al mismo tiempo que se ha atenuado su progresividad y se han alargado los escalones de renta a que corresponden los diversos tipos. Se ha producido una baja en las tarifas, respecto de la situación anterior, para escalones de renta inferiores a millón y medio de pesetas, mientras que para rentas superiores, al haberse alargado la escala, puede decirse que se han elevado los tipos ligeramente. En todo caso, el tope total de tributación se reduce, pues de ser un 50 por 100 de la base liquidable, será ahora del 40 por 100 de esa base, como máximo. La revisión de tarifas, que debiera llevarse a cabo periódicamente, venía impuesta por el crecimiento de las rentas monetarias.

La base del impuesto sobre la renta de las personas físicas se amplía en la medida en que se consideran objeto de gravamen por este impuesto las plusvalías obtenidas por enajenación de activos a plazos superiores a un año, en el caso de activos mobiliarios, y a más de tres años, en el caso de activos inmobiliarios. Como es sabido, las plusvalías con plazos inferiores a los antes fijados estaban ya sometidos a un gravamen por este impuesto (el contribuyente debía computarlas como un ingreso más, dentro de su base imponible, al realizar su declaración) al tipo que resultase del conjunto de los ingresos del contribuyente. En virtud de las nuevas medidas se gravan también las plusvalías a más largo plazo, aun cuando para ellas el tipo establecido es del 15 por 100 (gravamen proporcional); por cada año que transcurre desde la compra a partir del primero, en el caso de los activos mobiliarios, o del tercero, en el caso de los inmobiliarios, la base imponible se irá reduciendo en un 5 por 100. No serán objeto de gravamen las plusvalías obtenidas por enajenación de activos empresariales o de la vivienda propia del contribuyente, siempre que el importe de las enajenaciones que han puesto de manifiesto las plusvalías se reinviertan en bienes de la misma naturaleza y destino en plazos a determinar; las plusvalías que se reinviertan en valores mobiliarios, solo se computarán por la mitad de la cuantía. Las pérdidas derivadas de enajenaciones en plazos inferiores a uno o tres años (activos mobiliarios o inmobiliarios, respectivamente) desde la compra, podrán ser objeto de compensaciones con el resto de los ingresos obtenidos en el ejercicio en que se hayan producido. En cambio, las pérdidas derivadas de enajenaciones a plazos superiores a un año o tres años, pueden ser objeto de compensación solo con las plusvalías obtenidas en el mismo ejercicio (y no, por lo tanto, con la totalidad de los ingresos obtenidos).

Se ha ampliado también el número de personas obligadas a declarar, teniendo que hacerlo los socios de sociedades colectivas o comanditarias y los socios de las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que posean más del 10 por 100 del capital de la sociedad; los presidentes y vocales de sociedades anónimas; las personas que desempeñen funciones de dirección en cualquier sociedad; los empresarios (excluidos los agrícolas) y profesionales que tengan

fijada una cuota de licencia fiscal igual o superior a 5.000 pesetas en el impuesto industrial o de rendimientos del trabajo personal, respectivamente, y los empresarios agrícolas o propietarios de fincas urbanas que tengan señalada una base imponible, por contribución rústica o urbana, respectivamente, superior a 100.000 pesetas. Se crea así una tercera razón para los contribuyentes obligados a declarar: anteriormente había que hacerlo en función de los ingresos obtenidos (cuando se rebasasen los mínimos fijados) o de los bienes poseídos y ahora deberá hacerse si el contribuyente entra dentro de uno de esos diversos grupos.

Finalmente, y para terminar de describir los cambios en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, ha de hacerse referencia a la nueva valoración de los signos externos. Manteniéndose los mismos signos externos (cuya valoración no se había cambiado desde su establecimiento, salvo para automóvil y vivienda), se ha procedido a cambiar la valoración de algunos de ellos: vivienda, automóvil y embarcaciones a motor.

Las modificaciones en los otros impuestos, industrial y de lujo, son menos relevantes. En el impuesto industrial se sientan las bases para la posibilidad de elevación de la licencia fiscal, hasta un 50 por 100 más, de las actualmente vigentes y en el impuesto de lujo se eleva el mínimo exento de gravamen de las bebidas envasadas.

Otro conjunto de modificaciones muy importantes se refiere a la eliminación gradual de los sistemas de estimación objetiva global de las bases y el paso a sistemas de determinación directa. Así, en el impuesto sobre rendimientos del trabajo personal son sometidos a estimación directa todos los profesionales cuyos ingresos computables fijados en la última imputación fuesen superiores a 200.000 pesetas; en el impuesto industrial —cuota de beneficios— y en el impuesto de sociedades pasan a régimen de estimación directa aquellas entidades o personas cuyo volumen anual de operaciones sea superior a 50 millones de pesetas, así como en la contribución rústica pasan a estimación directa aquellas entidades cuya cuota fija supere las 400.000 pesetas. Dentro de los impuestos que funcionan en base a régimen de convenios, tráfico de empresas y lujo, se excluyen de este régimen las empresas que hayan tenido un volumen de operaciones superior a los 50 millones de pesetas. Después de estas modificaciones, el ámbito de los contribuyentes sometidos a sistemas de evaluación objetiva o convenio se reduce sustancialmente.

Otras modificaciones importantes derivadas del Decreto-Ley de referencia son la nueva puesta en vigor de la desgravación fiscal a la inversión —ya aplicada en 1972—, aunque esta vez los sectores que podrán acogerse a la desgravación son menores, y la nueva aplicación de la Ley de Regulación de Balances, en forma más beneficiosa todavía que en la ocasión anterior, ya que las plusvalías puestas de manifiesto no serán objeto de ningún tipo de gravamen y tanto los activos ocultos podrán incorporarse al balance como los pasivos ficticios podrán ser eliminados, sin que sean objeto de gravamen, estableciéndose como únicas restricciones que las plusvalías obtenidas no podrán ser traspasadas a la cuenta de capital o repartidas hasta que el Gobierno lo autorice y que las empresas que regularicen tendrán que adoptar el plan general contable establecido por el Ministerio de Hacienda.

Este conjunto de modificaciones señala un camino deseable de perfeccionamiento del sistema fiscal que conduce a una distribución más justa de las cargas tributarias, una mayor contribución automática del sistema fiscal a la estabilidad a corto plazo de la economía y unas mayores posibilidades de contribución del gasto público al desarrollo económico nacional, constreñida por la incapacidad que ha venido mostrando el sistema tributario para proporcionar unos ingresos capaces de seguir la evolución del gasto público deseable desde el punto de vista de la atención a las necesidades colectivas.

VI. SECTOR EXTERIOR: LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El fuerte ritmo de crecimiento de la economía en 1973, las tensiones inflacionistas internas y la revaluación de la peseta frente al resto de las monedas no modificaron sustancialmente el saldo excedentario de la balanza por cuenta corriente en este año. En 1971, año de relativo estancamiento de la economía, el superávit corriente obtenido fue de 59.900 millones de pesetas; en 1972, año ya de plena expansión, dicho superávit se redujo a 36.900 millones de pesetas; en 1973 se alcanzó un excedente de 32.300 millones, lo que supuso una disminución de 4.600 millones con respecto al año anterior. En 1972, el superávit de la balanza por cuenta corriente supuso un préstamo neto al extranjero equivalente al 1,2 por 100 del P. N. B.; en 1973, el superávit representó un 0,9 por 100 de dicha magnitud. La variación del saldo corriente fue la consecuencia de un empeoramiento acusado del déficit comercial y de una mejora compensatoria en los saldos de servicios y transferencias. Las importaciones y exportaciones de mercancías ascendieron en 1973 a 519.200 millones y 313.500 millones de pesetas, respectivamente, resultando un déficit comercial de 205.700 millones, que superó en 56.400 millones al de 1972 y casi duplicó el obtenido en 1971. El saldo positivo de la balanza de servicios pasó de 130.600 millones, en 1972, a 156.000 millones, en 1973, es decir, mejoró en 25.400 millones, explicándose tanto el saldo como la mejora en este año por los resultados del turismo, ya que el resto de los servicios, tanto en 1972 como en 1973, ofrecieron unos saldos negativos prácticamente iguales y de escasa importancia. La balanza de transferencias arrojó un saldo excedentario de 1973 de 82.000 millones, frente a los 55.800 millones de 1972. En ambos años, todos los movimientos correspondieron a las transferencias privadas (ver cuadro II-18).

VI.1. Importaciones (1).

Después de un relativo estancamiento de las cifras de importación durante los años 1970 y 1971, en 1972, coincidiendo con la recuperación de la economía, las importaciones iniciaron una fase de rápido crecimiento que se prolongó con bastante uniformidad durante 1973. El ritmo de crecimiento en este último año sobre 1972 fue del 28,3 por 100, cifra que supera lige-

(1) El análisis de este epígrafe, como el siguiente, dedicado a las exportaciones, se hace partir de las cifras sobre el comercio exterior de la Dirección General de Aduanas.

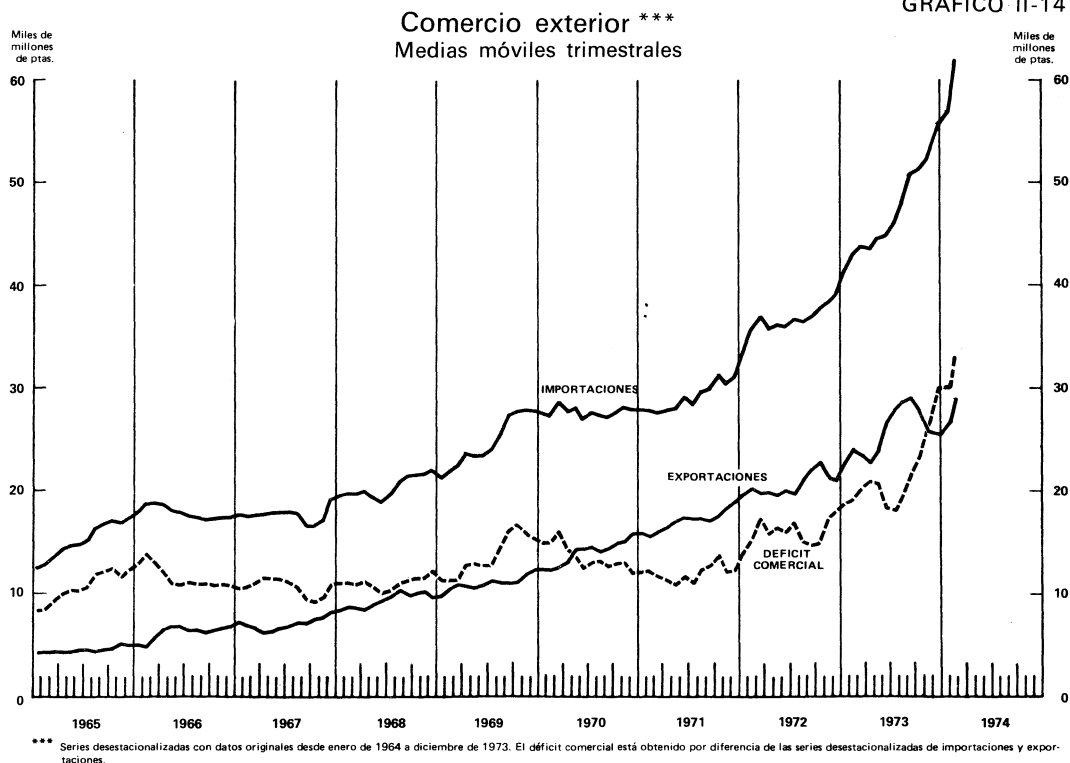
Balanza por cuenta corriente

Miles de millones de pesetas

	1971			1972			1973		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario	208,5	320,4	— 111,9	252,7	402,0	— 149,3	313,5	519,2	— 205,7
2. Servicios	208,1	90,0	118,1	240,7	110,4	130,3	300,3	144,3	156,0
Fletes, seguros y otros trans-									
portes	34,2	32,1	2,1	38,8	39,5	— 0,7	44,1	47,2	— 3,1
Fletes	8,0	19,5	— 11,5	9,5	22,9	— 13,4	12,3	29,5	— 17,2
Seguros	10,8	2,4	— 1,6	1,0	2,7	— 1,7	1,1	3,3	— 2,2
Pasajes	11,8	2,5	9,3	12,2	3,1	9,1	12,8	3,5	9,3
Otros transportes	13,6	7,7	5,9	16,1	10,9	5,2	17,9	10,9	7,0
Turismo y viajes	143,8	12,3	131,5	160,9	17,1	143,9	189,5	22,5	167,0
Rentas de inversión	7,6	18,0	— 10,4	10,6	21,9	— 11,3	19,9	24,8	— 4,9
Privadas	1,2	16,1	— 14,9	1,8	20,1	— 18,3	2,4	22,9	— 20,5
Públicas	6,4	1,9	— 4,5	8,8	1,8	7,0	17,5	1,9	15,6
Transacciones gubernamenta-									
les	4,9	4,9	—	5,8	5,4	0,4	4,0	7,7	— 3,7
Otros servicios	17,6	22,7	— 5,1	24,6	26,4	— 1,8	42,8	42,1	0,7
Seguros no comerciales	1,9	2,4	— 0,5	2,7	2,9	— 0,2	3,4	3,6	— 0,2
Rentas de trabajo	0,5	—	0,5	2,0	—	2,0	1,9	—	1,9
Asistencia técnica	0,9	4,8	— 3,9	1,0	5,6	— 4,6	1,3	6,3	5,0
Royalties, cánones y marcas	0,3	6,1	— 5,8	0,3	7,2	— 6,9	0,3	8,9	— 8,6
Varios	14,0	9,4	4,6	18,6	10,7	7,9	35,9	23,3	12,6
3. Bienes y servicios (1 + 2)	416,6	410,4	6,2	493,4	512,1	— 19,0	613,8	663,5	49,7
4. Transferencias	56,6	2,9	53,7	61,3	5,4	55,9	89,6	7,6	82,0
Privadas	56,6	2,6	54,0	61,3	4,8	56,5	89,6	7,1	82,5
Remesas de emigrantes	38,5	0,2	38,3	38,6	—	38,6	53,0	0,1	52,9
Otras transferencias priva-									
das	18,1	2,4	15,7	22,7	4,8	17,9	36,6	7,0	29,6
Públicas	—	0,3	— 0,3	—	0,6	— 0,6	—	0,5	— 0,5
5. Total cuenta corriente (3 + 4)	473,2	413,3	59,9	553,7	517,5	36,9	703,4	671,1	32,3

FUENTE: Ministerio de Comercio.

GRAFICO II-14



ramente el incremento del 25,9 por 100 en 1972 sobre 1971 (ver gráfico II-14). La aportación de recursos reales que las importaciones supusieron resulta difícil de valorar a partir de las cifras monetarias, ya que aparte de los intensos movimientos de precios en todas las economías y en los mercados internacionales, las continuas modificaciones del tipo de cambio de la peseta frente al valor de las monedas alteraron el contenido real de las importaciones de una misma cantidad expresada en pesetas; sin embargo, parece razonable suponer que pese a la revaluación media de la peseta en 1973 sobre 1972, con relación al resto de las monedas, los aumentos de precios de las importaciones explican en 1973 una buena parte del aumento experimentado por las mismas en valor y que, en términos reales, la tasa de crecimiento de las importaciones se situó en 1973 ligeramente por debajo de 1972; en apoyo de esta hipótesis se pueden utilizar los datos del cuadro II-19, en el que se expresan los porcentajes de variación en tonelaje y valor de las importaciones de un grupo de bienes con cierta homogeneidad, completado con los que proporciona el cuadro II-3, referente a los productos agrícolas; ambos cuadros indican que el impacto de las alzas de precios en 1973 debió de ser muy irregular y cuantitativamente importante, puesto que casi todos los productos incluidos mostraron incrementos de valor considerablemente mayores (o decrementos considerablemente menores) que los registrados en tonelaje; asimismo es apreciable que la intensidad de las alzas de precios en 1973 fue considerablemente mayor que la registrada en 1972. Esta interpretación sería, por otra parte, coherente con la relación que ha existido en el pasado entre la evolución

Importaciones

	Valores en 1973		Tasas de crecimiento			
	Volumen Miles Tm.	Mill. pts.	1972/71		1973/72	
			s/vol.	s/pts.	s/Tm.	s/pts.
Cuero sin curtir	79	6.600	53,1	96,7	— 36,3	— 4,0
Algodón	99	4.680	25,0	30,4	4,2	— 7,6
Mineral de hierro	5.116	4.981	27,7	19,9	23,4	11,1
Chatarra	2.012	8.413	32,1	20,3	10,2	57,8
Petróleo crudo	41.356	61.846	10,4	12,6	6,7	18,2
Abonos artificiales	317	1.088	13,1	21,8	— 12,7	— 5,3
Papel y cartón	263	4.716	40,6	38,2	6,9	16,5
Vidrio	33	1.428	40,0	32,0	17,9	34,8
Cobre	67	6.514	2,0	— 4,0	34,0	59,0
Aluminio	35	1.819	11,4	15,6	— 10,3	0,8

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

de las importaciones y la evolución del producto, y tendría en cuenta las particularidades del crecimiento de la economía en 1972 y 1973; en efecto, aunque en este último año el crecimiento del producto interior alcanzó el mismo ritmo que en 1972, fue menor la expansión de los sectores secundario y terciario, determinantes en gran medida de las importaciones. Por otra parte, como factores que favorecieron autónomamente el crecimiento de las importaciones, en términos reales, en 1973 se podría citar la mayor inestabilidad de precios en la economía, el mayor desequilibrio entre recursos y demanda y la revaluación de la peseta, así como la política de estímulo a la importación iniciada por el Gobierno en 1972 y proseguida en 1973, a través de la cual se pretendió suplementar la oferta interior y moderar las tensiones inflacionistas (1).

(1) Esta política de estímulo selectivo a aquellas importaciones que pudieran contribuir a moderar las alzas internas de precios, se instrumentó a través de tres tipos de medidas: 1) Privatización de las importaciones de ciertos productos alimenticios: por Decreto de 23 de noviembre de 1972 pasaron de régimen de Comercio de Estado a régimen de importación privada un conjunto de productos agrarios pertenecientes a los capítulos de animales vivos, carnes, pescados, leche y productos lácteos, legumbres, frutas, café, té, cereales, productos de molinería, semillas oleaginosas, manteca y sebo y aceites vegetales; esta medida no habrá hecho sentir sus efectos, sin embargo, sobre el volumen de importaciones registradas en 1973, puesto que su aplicación quedaba supeditada, según el Decreto citado, a la elaboración por el Ministerio de Comercio de los oportunos Reglamentos por grupos de productos y hasta el 31 de diciembre de 1973 solo se había publicado el correspondiente a algunas frutas (Orden de 15 de septiembre de 1973, que afecta a manzanas, peras y membrillos). 2) Liberalización de importaciones de un conjunto de productos industriales: en virtud de dos resoluciones de la Dirección General de Política Arancelaria e Importación, emitidas en cumplimiento de los acuerdos de los Consejos de Ministros de 27 de octubre de 1972 y 1 de junio de 1973, pasaron

En el cuadro II-20 se recogen las importaciones desglosadas por **grupos de productos**, con los porcentajes de crecimiento en los últimos años y la composición porcentual. En 1973, los grupos que crecieron más que la media fueron las manufacturas de consumo (40,8 por 100), los productos agrícolas (33,7 por 100) y la maquinaria y el material de transporte, tanto si se incluyen como si se excluyen las aeronaves. Las importaciones agrícolas fueron, por tanto,

CUADRO II-20

Importaciones por grupos de productos

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasa de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Productos agrícolas.....	98.618,4	16,9	18,3	33,7	17,9	16,9	17,6
Productos minerales.....	91.594,7	25,6	13,5	16,6	19,9	17,9	16,3
Productos químicos.....	69.165,5	5,9	25,7	26,4	12,5	12,5	12,3
Productos siderometalúrgicos.....	33.086,3	— 31,5	22,1	23,2	6,3	6,1	5,9
Maquinaria y material de trans- porte.....	136.620,5	4,1	30,3	31,2	23,0	23,8	24,3
Aeronaves.....	11.701,9	— 79,2	—	43,6	0,4	1,9	2,1
Manufacturas de consumo.....	23.621,4	6,8	43,9	40,8	3,4	3,8	4,2
Resto.....	97.134,6	0,9	29,8	30,2	16,6	17,1	17,3
TOTAL.....	561.543,3	4,5	25,9	28,3	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

uno de los grupos más dinámicos del conjunto de las importaciones en términos monetarios, lo que contrasta con el más modesto crecimiento de los dos años anteriores. No obstante, conviene no olvidar que los precios incidieron con especial intensidad en los productos agrícolas (1). A un nivel mayor de desagregación entre estos bienes, las partidas que registraron mayores incrementos (en tonelaje y valor) son el maíz y los productos destinados a la alimentación de animales, mientras que se observaron disminuciones importantes en el volumen importado de productos lácteos, semillas y frutos oleaginosos y carne. Entre los grupos que cre-

a régimen liberado más de la mitad de las 162 posiciones arancelarias de productos industriales aún no liberados, posiciones cuya importación supuso el 2,25 por 100 del total de importaciones en 1972. 3) Reducciones arancelarias: una numerosa serie de Decretos y Ordenes aparecidos durante el segundo semestre de 1972 y a lo largo de 1973 establecen suspensiones temporales y reducciones parciales de los derechos arancelarios y derechos compensatorios de gravámenes interiores a una amplia gama de productos, así como una considerable ampliación de la Lista-apéndice de bienes de equipo a los que se aplica un arancel reducido. De entre estas disposiciones conviene destacar, por su carácter general, el Decreto de 7 de junio sobre reducciones arancelarias.

(1) Ver el apartado correspondiente al Sector agrario en el apartado de Producción y empleo.

cieron menos que la media global destacan los productos químicos, con un aumento del 26,4 por 100; los productos siderúrgicos, con un 23,2 por 100, y los productos minerales, con un 16,6 por 100. Este último epígrafe incluye las importaciones de crudos de petróleo, que aumentaron en 1973 en un 6,7 por 100 en tonelaje, al pasar las importaciones de 38,8 millones de toneladas, en 1972, a 41,4 millones de toneladas, en 1973, mientras que el incremento en valor, que fue del 18,2 por 100, refleja las alzas de precios que se produjeron sobre todo en los meses finales del año (1). La composición de las importaciones por grupos de productos se mantuvo en 1973 bastante semejante a la de los últimos años. Las importaciones de maquinaria y material de transporte son las más importantes cuantitativamente, representando algo más de la cuarta parte del total. En los últimos dos años aumentó ligeramente su participación, como consecuencia del impulso de la inversión. Los bienes de equipo, junto con los productos agrícolas y los productos minerales, suponen alrededor del 60 por 100 de las importaciones y aproximadamente cada uno de estos dos últimos grupos, un 17 por 100. La participación de las manufacturas de consumo, a pesar de su rápido crecimiento en los dos últimos años, no alcanza todavía el 5 por 100.

CUADRO II-21

Importaciones por zonas geográficas

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasas de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Europa	299.466,5	8,0	31,0	29,1	51,0	53,0	53,3
Alemania	76.565,0	0,5	27,5	42,4	12,1	12,3	13,6
Francia	47.659,9	3,0	23,8	36,8	9,8	9,7	10,3
Italia	33.832,2	9,9	44,2	23,5	5,5	6,3	6,0
Países Bajos	18.157,8	6,0	26,2	46,8	2,8	2,8	3,2
Gran Bretaña	35.679,3	16,0	24,2	5,2	7,9	7,7	6,4
Bélgica	13.439,0	9,7	21,7	30,2	2,4	2,4	2,4
Resto Europa	64.133,3	16,2	43,4	23,7	10,7	11,8	11,4
América	141.925,0	— 7,2	17,8	30,2	26,6	24,9	25,3
E.E.U.U.	90.540,0	— 13,9	28,4	30,5	15,5	15,9	16,1
Resto América	51.385,0	4,2	2,9	29,5	11,1	9,0	9,2
Asia	76.402,2	19,8	22,5	38,8	12,9	12,6	13,6
Africa	39.463,6	7,3	23,7	2,3	9,0	8,8	7,0
Resto	4.286,0	— 15,0	77,1	41,2	0,5	0,7	0,8
TOTAL	561.543,3	4,5	25,9	28,3	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

El cuadro II-21 muestra la composición y los ritmos de crecimiento en los últimos años de las importaciones **por países y por zonas geográficas**. Las importaciones procedentes de

(1) El crecimiento de las importaciones de crudos en el período enero-septiembre de 1973 sobre el mismo período de 1972 fue del 11,9 por 100 en tonelaje, y prácticamente la misma tasa, 12,7 por 100, en valor.

Europa aumentaron en 1973 respecto de 1972 a un ritmo del 29,1 por 100, muy próximo a la tasa del 30,5 por 100 experimentada por las importaciones procedentes de Estados Unidos. Se registraron aumentos considerables de las importaciones procedentes de los Países Bajos, 46,8 por 100; de Alemania, 42,4 por 100, y de Francia, 36,3 por 100, mientras que las de Inglaterra solo aumentaron en un 5,2 por 100. No parece que en 1973 la distribución geográfica de las importaciones se viese afectado por la evolución de la peseta frente a cada una de las principales monedas en 1972 y 1973, ya que la revaluación media de la peseta con respecto al dólar en 1972 sobre 1971 de un 7,5 por 100 y de un 10,6 por 100 en 1973 sobre 1972, podría explicar el fuerte crecimiento de las importaciones de origen estadounidense, pero por la devaluación de la peseta frente al resto de las monedas del Mercado Común Europeo (ligera devaluación en 1973) y, más concretamente, por la devaluación experimentada por la peseta frente al marco alemán y el florín holandés, hubiese cabido esperar un crecimiento mucho más moderado de las importaciones provenientes de Europa o de estos países. Todo hace pensar que, por lo menos a corto plazo, la elasticidad demanda-precio de las importaciones es bastante baja.

VI.2. Exportaciones.

El fuerte crecimiento de las exportaciones durante 1973 resultó algo inesperado, si se tiene en cuenta el ritmo al que la economía creció en los dos últimos años y si se compara con el incremento del 19,2 por 100 registrado en 1972. Hay que remontarse al año 1970, año de recesión relativa para la economía española, para encontrar un porcentaje de incremento de las exportaciones que supere al registrado en 1973; en dicho año 1970, un crecimiento moderado del 6 por 100 del P. N. B. en pesetas constantes fue acompañado de un crecimiento del 25,6 por 100 de las exportaciones, mientras que en 1973 un crecimiento del 7,8 por 100 coexistió con un incremento de aquéllas del 23,4 por 100. Las exportaciones, pues, no parecieron reflejar a nivel agregado el crecimiento más lento que hubiese cabido esperar, como consecuencia de la coyuntura alcista de los dos últimos años; sin embargo, debe tenerse en cuenta que la tasa de crecimiento lograda en 1973 pondera un incremento de las exportaciones agrícolas del 29,9 por 100 y un crecimiento del 21,1 por 100 de los productos no agrícolas. Esta última tasa sí que supone una desaceleración con respecto a los aumentos del 31,5 por 100 y 24,4 por 100 conseguidos en 1971 y 1972, respectivamente, para los mismos productos, y responde tanto a la desviación voluntaria de la producción interna para cubrir una demanda interior creciente como a la desviación obligatoria impuesta por las autoridades al prohibir la exportación de algunos productos, con objeto de garantizar el suministro interior y mitigar las tensiones inflacionistas. En general, las exportaciones se beneficiaron en 1973 del alto nivel de actividad en la economía mundial y del desarrollo del comercio internacional, y no en menor medida de un crecimiento elevado de los precios. En el gráfico II-14 puede observarse el perfil temporal de las cifras de exportación debidamente suavizadas y desestacionalizadas, siendo de destacar en 1973 el empuje que mostraron en los primeros meses del año y durante los meses de verano, explicado en buena medida por la evolución de las explotaciones agrícolas.

En el cuadro II-22 se recogen los resultados de la exportación **por grupos de productos**. El crecimiento de las exportaciones agrícolas en 1973 se debió (1), por un lado, a las excelentes cosechas obtenidas en algunos productos y a la fuerte demanda exterior existente de los mismos, y por otro lado, a las elevaciones que experimentaron los precios de los productos agrícolas en los mercados exteriores. Entre todos los productos agrarios, destacó el crecimiento espectacular de la exportación de aceite (64,1 por 100 en cantidad), que se benefició de los altos precios alcanzados por los productos oleaginosos en los mercados mundiales a partir del segundo trimestre de 1973 (el crecimiento en valor fue del 123 por 100). Las exportaciones de aceite explican casi por sí solas los aumentos registrados en las exportaciones agrícolas en los meses de verano. Considerando las exportaciones no agrícolas, los hechos más destacados son el fuerte crecimiento de los productos minerales (44 por 100), de la maquinaria y material de transporte (35 por 100) y de los productos siderúrgicos (38 por 100), mientras que las ma-

CUADRO II-22

Exportaciones por grupos de productos

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasa de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Productos agrícolas	90.584,6	8,0	8,0	29,2	31,6	28,6	29,9
Productos minerales	18.716,8	1,1	1,3	44,0	6,2	5,3	6,2
Productos siderometalúrgicos. .	23.716,8	90,1	45,9	37,7	5,7	7,0	7,8
Maquinaria y material de trans- porte	48.858,9	38,1	20,4	34,8	16,0	14,8	16,1
Buques.	16.091,4	20,7	58,6	— 3,4	5,1	6,8	5,3
Manufacturas de consumo	46.213,1	42,8	38,7	6,0	15,3	17,8	15,4
Resto	58.488,2	23,1	17,1	20,8	20,1	19,7	19,3
TOTAL	302.669,8	23,1	19,2	23,4	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

nufacturas de consumo tan solo aumentaron en un 6 por 100 y se produjo un descenso del 3 por 100 en la exportación de buques. El elevado porcentaje de aumento correspondiente a los productos minerales reflejó fundamentalmente el aumento en valor de las exportaciones de productos derivados del petróleo, que experimentaron un crecimiento del 61,7 por 100 en valor, aunque solo del 2,9 por 100 en tonelaje, respecto de 1972; estos productos se beneficiaron del fuerte incremento de demanda y precios mundiales que se produjo antes del estallido del conflicto bélico árabe-israelí, a raíz del cual se tomaron medidas que limitaron severamente su exportación. El aumento registrado por las exportaciones de maquinaria y material de transportes refleja un fuerte crecimiento de los correspondientes a material de trans-

(1) Ver en el apartado de Producción y empleo el análisis sobre el sector agrario.

porte terrestre, que continuó su tónica expansiva de los últimos años y un crecimiento más moderado, del 22,3 por 100, en las exportaciones de maquinaria; estas exportaciones crecieron en 1973 a un ritmo considerablemente mayor del conseguido en años anteriores, reflejando el gran dinamismo del sector de maquinaria eléctrica. Las exportaciones de manufacturas de consumo, después de registrar tasas de crecimiento más elevadas que ningún otro grupo de productos en 1971 y 1972, crecieron muy modestamente en 1973, a consecuencia, fundamentalmente, de las dificultades por las que atraviesan las industrias exportadoras textil y del calzado. Estas dificultades tuvieron su origen, aparte de algunos problemas estructurales, en las restricciones de suministro y elevación de los precios de las materias primas empleadas por estas industrias y en la revaluación experimentada por la peseta respecto del resto de las monedas en los dos últimos años. La situación fue especialmente delicada en el caso de la industria del calzado, por ser un sector muy dependiente de las exportaciones y concentrarse sus ventas en Estados Unidos. La revaluación de la peseta frente al dólar en 1972 y 1973 favoreció las exportaciones de los países competidores, especialmente Italia y Brasil, y perjudicó las ventas de las empresas españolas, creándose una situación de crisis en el sector.

La evolución reseñada de las exportaciones por grupos de productos en el año introdujo variaciones en la tendencia que venía observándose en la composición de las mismas. Según se observa en el cuadro II-22, los años anteriores a 1973 mostraron una tendencia a la disminución del peso de las exportaciones agrícolas sobre el total y una tendencia al aumento en las exportaciones de productos industriales tanto de producción como de consumo. El considerable aumento experimentado por las exportaciones agrícolas y la débil expansión de las manufacturas de consumo durante 1973 ha detenido provisionalmente esta tendencia.

El cuadro II-23, sobre el destino de las exportaciones por países y zonas geográficas, muestra que, como ocurrió en años anteriores, Europa y los Estados Unidos absorbieron en 1973 alrededor del 75 por 100 del total de nuestras exportaciones y que alrededor del 40 por 100 de las mismas se concentraron en solo tres países: Alemania, Francia y Estados Unidos, que son, al mismo tiempo, nuestros clientes más importantes y nuestros más importantes proveedores. Dentro de esta estructura general, en el año 1973 se produjeron fuertes aumentos respecto de 1972 en el volumen de las exportaciones con destino a los países europeos y especialmente a Francia, Italia, Países Bajos y Bélgica, lo cual elevó el porcentaje sobre el total de exportaciones correspondiente a Europa del 58,8 por 100, en 1972, al 60,8 por 100, en 1973. Las exportaciones a los Estados Unidos experimentaron, por el contrario, un aumento muy débil, comparado con los de años anteriores (33,8 por 100, en 1971; 26,8 por 100, en 1972, y 4,7 por 100, en 1973), con lo que su porcentaje respecto del total se redujo considerablemente (del 16,3 por 100, en 1972, al 13,8 por 100, en 1973), interrumpiéndose así la tendencia creciente que dicho porcentaje venía mostrando en años anteriores. Esta evolución es en parte reflejo de la variación relativa del tipo de cambio de nuestra moneda respecto de ambas zonas geográficas, puesto que a lo largo de los dos últimos años la peseta se devaluó ligeramente respecto del conjunto de las más importantes monedas europeas, mientras que se revaluó considerablemente, como anteriormente se señaló, respecto del dólar; el fuerte peso que las exportaciones agrícolas tuvieron sobre el

Exportaciones por zonas geográficas

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasas de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Europa	183.942,0	22,3	18,4	27,5	59,3	58,8	60,8
Alemania	35.585,5	27,1	14,5	23,9	12,2	11,7	11,8
Francia	38.710,8	28,9	29,8	33,9	10,8	11,8	12,8
Italia	26.088,5	27,5	— 13,1	32,3	6,8	5,0	5,3
Países Bajos	18.457,0	16,3	11,6	62,5	5,0	4,6	6,1
Gran Bretaña	24.325,3	17,9	18,6	18,1	8,4	8,4	8,0
Bélgica	7.927,0	35,0	20,0	36,1	2,4	2,4	2,6
Resto Europa	42.836,9	14,6	30,3	16,7	13,7	14,9	14,2
América	72.045,4	24,9	13,5	6,5	29,0	27,6	23,8
E.E.U.U.	41.887,5	33,8	26,8	4,7	15,3	16,3	13,8
Resto América	30.157,9	16,2	— 1,5	9,2	13,7	11,3	10,0
Asia	16.775,5	89,9	39,9	34,2	4,3	5,1	5,5
Africa	26.615,8	— 1,8	43,0	47,1	6,2	7,4	8,8
Resto	3.291,1	19,5	6,0	21,8	1,2	1,1	1,1
TOTAL	302.669,8	23,1	19,2	23,4	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

total de 1973 contribuyó también a acentuar el peso de Europa entre las zonas geográficas, ya que, en su mayor parte, las exportaciones agrarias van destinadas a los países europeos.

VI.3. La balanza de servicios y transferencias.

Los ingresos por servicios experimentaron en 1973 un aumento del 24,8 por 100 con respecto a 1972, siendo muy desigual la evolución de cada una de las partidas que los componen. El incremento más alto correspondió a las rentas de inversión, que aumentaron en un 88 por 100 en 1973 sobre 1972; esta partida recoge fundamentalmente las rentas obtenidas de las reservas de divisas, cuyo aumento a lo largo de 1973, así como la elevación de los tipos de interés en los mercados internacionales, explican el incremento registrado. Los ingresos por turismo, que suponen el 63 por 100 de los ingresos totales de servicios, crecieron en 1973 en un 18 por 100. Es de destacar que así como en 1972 un aumento del 13 por 100 en los ingresos obtenidos por turismo vino acompañado de un aumento del 22 por 100 en el número de extranjeros y españoles residentes en el extranjero entrados en el país durante el año, el 18 por 100 citado para 1973 coexistió con un aumento de entradas de solo el 6 por 100; este hecho, junto con la fuerte inflación registrada en la economía española a lo largo de 1973, indica que una buena parte de la elevación registrada en los ingresos por turismo puede deberse a causas preferentemente monetarias y señala como causa de aumento relativamente modesto de entradas registrado en 1973, además de una cierta saturación, la posible pérdida de competi-

vidad de la industria turística española en relación con la de zonas competidoras; hay que destacar en este sentido que dicha pérdida de competitividad, consecuencia en parte del proceso inflacionista en marcha, resulta peligrosa para un sector que, por un lado, ve su rentabilidad amenazada al tener que enfrentarse con demandantes institucionales (las agencias de viajes extranjeras) que gozan con frecuencia de posiciones de fuerza contractual cercanas al monopsonio y un sector que, por otro lado, cuenta con un índice muy bajo de ocupación de su capacidad instalada (1), con lo que se exacerba la competencia interna. Los ingresos por fletes, seguros y transportes aumentaron en un 14 por 100, mientras que disminuyeron en un 31 por 100 los ingresos por transacciones gubernamentales. Para el resto de los servicios se produjo un extraordinario crecimiento del 74 por 100 en los ingresos, aunque en valores absolutos éstos solo representan el 14 por 100 del total.

En cuanto a los pagos por servicios, crecieron en un 31 por 100 en 1973 sobre 1972. Los pagos por turismo y viajes aumentaron en un 32 por 100, sin que todavía supongan una cantidad importante, a pesar del crecimiento acusado de los últimos años; con relación a los ingresos por el mismo concepto, los pagos solo representan el 20 por 100. Los fletes, seguros y transportes aumentaron en el 20 por 100, igual que las transacciones gubernamentales. El resto de los servicios creció a la elevada tasa del 59 por 100, entre ellos, las partidas más importantes, los pagos por asistencia técnica y los pagos por royalties, aumentaron un 13 por 100 y un 24 por 100, respectivamente.

En cuanto a las **transferencias**, el saldo positivo registrado por este concepto, que ascendió en 1973 a 82.000 millones de pesetas, se explica casi totalmente por el comportamiento de los ingresos, dada la escasa importancia cuantitativa de los pagos efectuados (ver cuadro II-18), constituyendo, a su vez, las remesas de emigrantes la partida más importante de dichos ingresos. Las remesas de emigrantes experimentaron en 1973 un aumento considerable —del 37 por 100— respecto de 1972, año en el que aumentaron solamente en un 0,5 por 100 respecto de 1971. Hay dos razones, sin embargo, que inducen a pensar que dicho aumento incluye un componente de precios de gran importancia; en efecto, la cifra de emigración asistida ha mostrado de 1971 a 1973 una tendencial ligeramente descendente (2) y, por otra parte, la peseta experimentó a lo largo de 1973 una devaluación del 12 por 100 frente al marco alemán, del 3,2 por 100 frente al franco francés y del 11 por 100 frente al franco suizo, siendo estos tres países los que proporcionan conjuntamente (y contribuyendo en partes de cuantía semejante) alrededor del 70 por 100 de nuestros ingresos por remesas. Parece razonable pensar que también una parte del aumento del 61 por 100 en los ingresos por «Otras transferencias privadas» refleja esta variación de la posición relativa de la peseta, ya que las transferencias de **capital** de los emigrantes constituyen un componente importante de dicha partida.

(1) El índice de ocupación media anual de las camas disponibles en establecimientos hoteleros osciló de 1969 a 1973 entre el 45 y 55 por 100, no alcanzando dicho índice el 75 por 100 de la capacidad ni siquiera en los meses de julio y agosto de dichos años.

(2) El número de personas que emigraron con asistencia fue de 113.000, en 1971; de 110.000, en 1972, y de 101.000, en 1973.

CAPITULO III

LA POLITICA MONETARIA

1. Objetivos de la política monetaria y evolución de las disponibilidades líquidas.

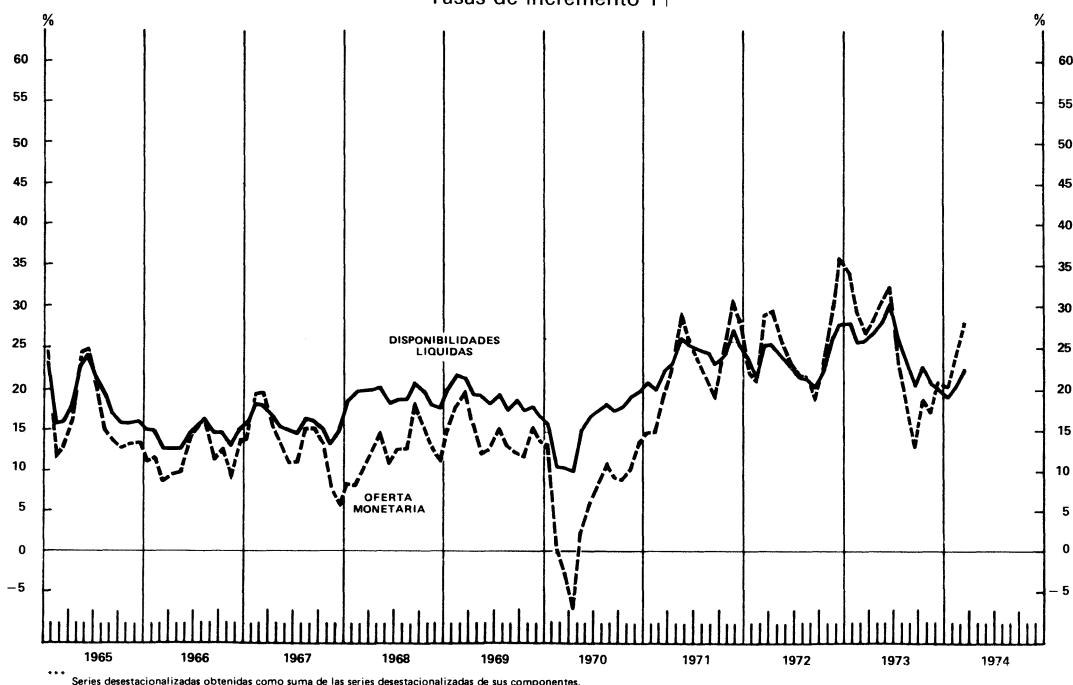
Como ya se ha comentado repetidamente en los últimos Informes del Banco de España, los objetivos de la política monetaria hoy proseguida por las autoridades monetarias españolas se centran en conseguir un determinado ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas (efectivo más depósitos de toda clase en poder del público). Ese planteamiento no pretende, por supuesto, negar la relevancia de otras dos magnitudes cruciales: la financiación bancaria al sector privado de la economía y los tipos de interés, pero sí supone relegar estas variables a un papel secundario. En efecto, dadas las estrechas relaciones de dependencia que existen entre disponibilidades líquidas, financiación al sector privado y tipos de interés, es prácticamente imposible señalar objetivos independientes para cada una de esas variables. La primera implicación de ello es que, sea cual sea la importancia que se asigne a cada una de esas variables, el control de todas ellas tiene que discurrir a través de la manipulación directa por las autoridades de una sola y la determinación indirecta de las otras dos. A este respecto, la solución española, que coincide con la de una mayoría de países, consiste en ejercer el control sobre las disponibilidades líquidas. Todas las reformas de los últimos años en el instrumental de la política monetaria han ido, en efecto, en la dirección de permitir y mejorar el control de esa variable. Esta solución no prejuzga necesariamente que sean las disponibilidades líquidas el objetivo único y último de la política monetaria. Pero en realidad este es también, en buena medida, el caso, pues esta magnitud es la que tiene verosímelmente más relevancia como lazo de unión entre los fenómenos monetarios y los fenómenos reales y, por consiguiente, como vehículo de transmisión entre la política monetaria y la evolución de la coyuntura. Esto no quiere decir que el crecimiento de las disponibilidades líquidas tenga que ser constante ni que los objetivos respecto a esa magnitud no puedan matizarse a la vista, precisamente, de la evolución concomitante del crédito o de los tipos de interés.

El gráfico III-1 refleja la evolución de la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas y de su principal componente la oferta monetaria (efectivo y depósitos a la vista). El hecho más destacado de esa evolución ha sido el rápido crecimiento de las disponibilidades a todo lo largo del último ciclo de la economía —iniciado en la primavera de 1971—, con tasas de crecimiento sistemáticamente superiores al 20 por 100 y ocasionalmente próximas al 30 por 100 anual. La intensidad y duración de esta expansión monetaria es quizás el rasgo diferencial más acusado entre el último ciclo de la coyuntura y cualquiera de los experimentados por la economía española desde 1959, en los que tasas de crecimiento de las disponibilidades del 20 por 100, o algo superiores, solo se alcanzaron ocasionalmente. Este hecho, por otra parte, explica en buena medida las principales características del ciclo económico iniciado en 1970-71, y que todavía no ha terminado: la fuerza de la fase expansiva, la desacostumbrada duración de ésta y la particular intensidad de las presiones inflacionistas. En efecto, todas esas carac-

terísticas no son más que reflejos de un elevado nivel de demanda global, cuyo principal componente, la demanda privada destinada al consumo y a la inversión, empezó siendo débil para llegar, en la fase culminante del ciclo (1972-73), a niveles claramente excesivos. La recuperación de esa demanda privada a lo largo de 1971 fue ciertamente estimulada por la rápida expansión monetaria de ese año, a la que contribuyó poderosamente el superávit de la balanza de pagos. Pero lo mismo siguió ocurriendo en los años 1972 y primera mitad de 1973, cuando la demanda privada había superado por completo el bache depresivo de 1970; fase en la que el alto ritmo de expansión monetaria contribuyó a que la demanda privada y, en consecuencia, la demanda global, alcanzara niveles incompatibles con el equilibrio global de la economía.

GRAFICO III-1

Disponibilidades líquidas y oferta monetaria *** Tasas de incremento T_1^3



La evolución de las disponibilidades líquidas reflejadas en el gráfico III-1 no puede tomarse, sin más, como un reflejo de los objetivos perseguidos por la autoridad monetaria en cada momento, tanto porque no siempre se establecieron en términos de crecimiento de las disponibilidades líquidas como porque, cuando lo fueron, las medidas aplicadas para alcanzarlos no siempre tuvieron pleno éxito. Así, a lo largo de 1970 y 1971 no se definieron objetivos precisos y se aceptó que el ritmo de expansión monetaria fuera acelerándose del modo que refleja el gráfico III-1, a impulso de los factores que, espontáneamente, suscitaban ese crecimiento y sin que la política monetaria intentara frenarlo. El objetivo era estimular lo más rápidamente posible la economía, por lo que esa actitud permisiva de la política monetaria parecía en aquel

momento, y sigue pareciéndolo hoy, vista con más perspectiva, la adecuada. La evolución a lo largo de 1972 y de la primera mitad de 1973 es producto de otros problemas. La preocupación que despertaba el que, una vez reactivada la economía, fuera técnicamente difícil contener el ritmo de expansión monetaria dentro de tasas inferiores a las excepcionalmente altas de 1971 fue suscitando, ya en dicho año y, sobre todo, en la primera mitad de 1972, una serie de medidas preventivas —detalladamente comentadas en los dos Informes anteriores—, tendentes a situar la expansión del sistema bancario dentro del campo de un control efectivo por la autoridad monetaria. Las medidas fueron importantes y eficaces, en el sentido de fijar un techo a las posibilidades de expansión del sistema bancario. La desaceleración de las disponibilidades líquidas a lo largo del segundo y tercer trimestre de 1972 fue producto, precisamente, de una contención de las posibilidades expansivas del sistema bancario, derivada de las acciones de la autoridad monetaria en los meses precedentes. Pero tanto el rápido crecimiento de aquella magnitud en la primera mitad de 1972 como su aceleración hasta cotas muy altas a finales de 1972 y durante el primer semestre de 1973 son claro indicio de que el proceso de expansión no estaba seriamente coartado por un eficaz control por parte de la autoridad monetaria. En efecto, todo el año 1972 y la primera mitad de 1973 se caracterizaron por la dificultad de definir unos objetivos precisos para la política monetaria. Durante la primera mitad de 1972, el obstáculo vino esencialmente de las dudas respecto a la evolución subyacente de la coyuntura real. Si, retrospectivamente, cabe poca duda sobre la existencia e intensidad de la reactivación de la economía en esos momentos, en su día fueron muchas las voces que dudaban de ella y que consideraban prematura una desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas. El resultado fue que la desaceleración que en efecto se produjo durante el segundo y tercer trimestre de 1972 fue producto de medidas globales adoptadas anteriormente, más que resultado de una planificación precisa. Justamente desde la primavera de 1972 en adelante, el Banco de España formuló, en varios momentos, diversos planes de desaceleración gradual del crecimiento de las disponibilidades líquidas desde su nivel en esos momentos hasta una tasa del 20 por 100. No es que esta tasa tuviese en sí ninguna virtud especial, sino que esos planes de desaceleración gradual no excedían de un horizonte de seis meses y dejaban aplazada la decisión de si ulteriormente debería proseguir la desaceleración. De momento, sin embargo, y hasta mediados de 1973, las acciones emprendidas, que se comentarán más adelante, tendentes a evitar una expansión monetaria aún más rápida, fueron insuficientes para impedir una aceleración como la ya reseñada. A mediados de 1973 se acuerda de forma clara un plan de desaceleración de las disponibilidades líquidas, desde el nivel próximo al 30 por 100 de mediados de año a un 20 por 100 a finales de año. Habiéndose emprendido, en consecuencia, una acción eficaz encaminada al logro de ese objetivo, la evolución de las disponibilidades líquidas a lo largo del segundo semestre responde, en líneas generales, a la intención de las autoridades. La evolución de los primeros meses de 1974 queda también encuadrada dentro de objetivos definidos, consistentes en un crecimiento de las disponibilidades líquidas a lo largo del primer semestre de 1974 al ritmo del 18 por 100 anual.

El hecho de que la desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas se haya producido en una fase ya tardía del ciclo económico es de lamentar, por cuanto no puede compen-

sar los efectos adversos de la expansión monetaria excesiva de los meses precedentes. Pero ello no significa que la desaceleración no fuera un objetivo deseable. El hecho de que se aspirase a un ritmo de crecimiento del 18 por 100, cifra que seguía siendo notablemente elevada, es la prueba más clara de que, a diferencia de experiencias anteriores, no se buscaba en modo alguno una restricción rápida e importante, que, particularmente en la fase del ciclo entonces en curso, hubiera tenido serios efectos sobre las magnitudes reales y probablemente un escaso impacto sobre el proceso inflacionista. Lo que se pretendía y se sigue pretendiendo hoy día es frenar desde el lado monetario el nivel de demanda global, con el propósito de ir eliminando gradualmente los excesos de ésta y, en consecuencia, ir moderando el ritmo de crecimiento de los precios.

Si idealmente lo que se pretende es una desaceleración global expresada en términos monetarios que no afecte a la demanda medida en términos reales, o, en otras palabras, frenar el aumento de precios sin incidir en el nivel de actividad económica real, no conviene perder de vista que ese objetivo ideal es en realidad inalcanzable y que la moderación de las alzas de precios solo se alcanzará afectando en alguna medida el nivel de actividad. Esta es la razón por la que los objetivos de desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas se hayan formulado en todo momento en términos graduales en el tiempo y de moderación en su cuantía, en la idea de que, si bien de ese modo el impacto moderador de la política monetaria sobre los precios se diluía en el tiempo, se minimizaba, por otro lado, el riesgo de afectar seriamente el nivel de actividad. En última instancia, la detención de un proceso inflacionista reposa en la eliminación de unas expectativas arraigadas de alzas de precios, cuya desaparición requiere bastante tiempo, sobre todo cuando la inflación tiene ya una historia larga. De ahí que la estrategia monetaria seguida parece la adecuada para incidir gradualmente en esas expectativas, sin alterar radicalmente al mismo tiempo las expectativas sobre el nivel real de actividad. La consecuencia de ello es, sin embargo, que no pueden esperarse efectos espectaculares y a corto plazo de la política monetaria y que solo una acción sistemática y continuada puede producir, a plazo medio, efectos apreciables.

Respecto de las otras dos variables mencionadas al principio —financiación bancaria al sector privado y tipos de interés—, cuya evolución está, como se dijo, condicionada por la de las disponibilidades líquidas, se hablará en el Capítulo IV, sin perjuicio de que en algún punto de este Capítulo se comente algo más sobre esa relación de dependencia. El resto de este Capítulo está dedicado a exponer cómo se llegó a los resultados descritos en cuanto a la evolución de las disponibilidades líquidas y el papel desempeñado en ello por las intervenciones de la autoridad monetaria. Las ideas que presiden el análisis son las mismas que en los últimos Informes; pero el orden expositivo se ha alterado, buscando una presentación que permita centrar mejor los problemas. Se inicia así el comentario a partir del propio proceso de expansión de las disponibilidades líquidas, reduciéndolo al de sus componentes y factores explicativos inmediatos (epígrafe 2), para destacar el papel que en él desempeña el proceso de expansión del sistema bancario —banca y cajas de ahorros— no solo como principales componentes, sino como pieza clave para la política monetaria, en la medida en que el control del segundo es la vía para el

control del primero (epígrafe 3). Más adelante se expone lo que en Informes anteriores constituía la parte inicial de este Capítulo, es decir, las bases del proceso de expansión del sistema bancario, con especial énfasis en la acción de la autoridad monetaria para controlar éste (epígrafes 4, 5 y 6), pasando finalmente a un intento de explicación de dicho proceso (epígrafe 7). Con el fin de no interrumpir el análisis con una exposición, larga y de muy distinto carácter, sobre la regulación legal de los instrumentos de la política monetaria, el epígrafe dedicado en otros Informes a este tema figura aquí al final del Capítulo (epígrafe 8).

2. El proceso de creación de las disponibilidades líquidas.

Los gráficos III-2 y III-3 reflejan las tasas de crecimiento de las principales partidas de un balance esquemático del sistema crediticio, en cuyo pasivo figuran solo las disponibilidades líquidas y en cuyo activo aparecen las contrapartidas netas —activos, menos pasivos no monetarios— de esa magnitud. Las disponibilidades se han dividido —gráfico III-2— en dos componentes: efectivo en manos del público y depósitos, lo que equivale a una desagregación institucional entre pasivos monetarios del Banco de España y del sistema bancario, respectivamente. La contrapartida de las disponibilidades, cuyo total coincide por definición con éstas, se ha desagregado —gráfico III-3—, también con un criterio institucional, entre «activos netos» del Banco de España y «activos netos» del sistema bancario. Las cuentas de relación

GRAFICO III-2

Evolución de las disponibilidades líquidas y sus componentes

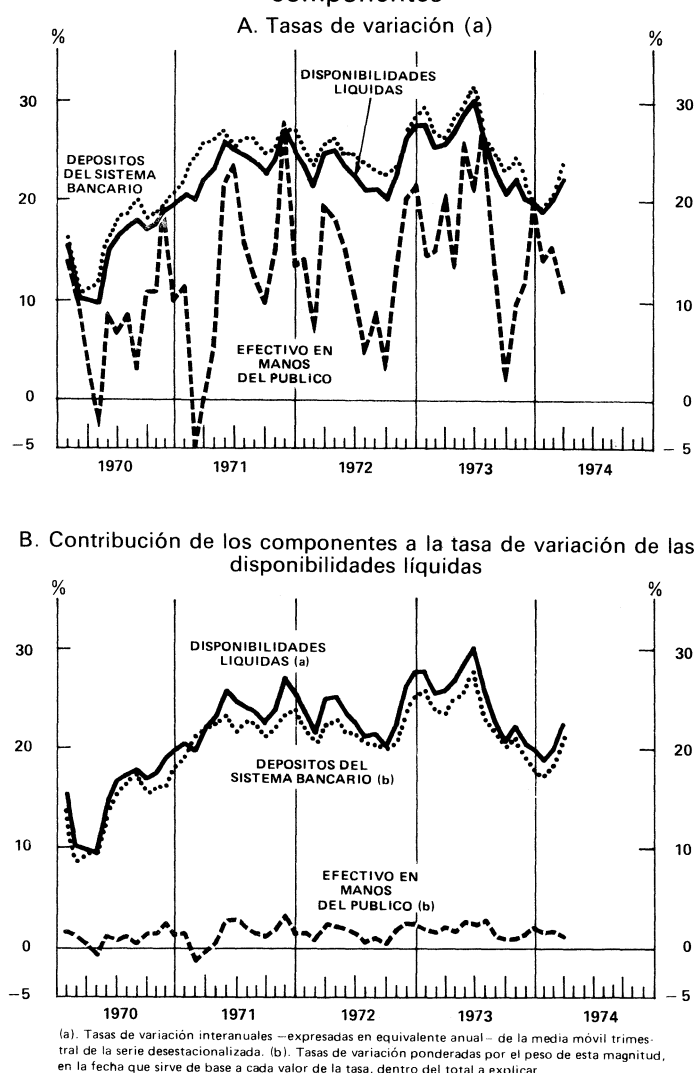
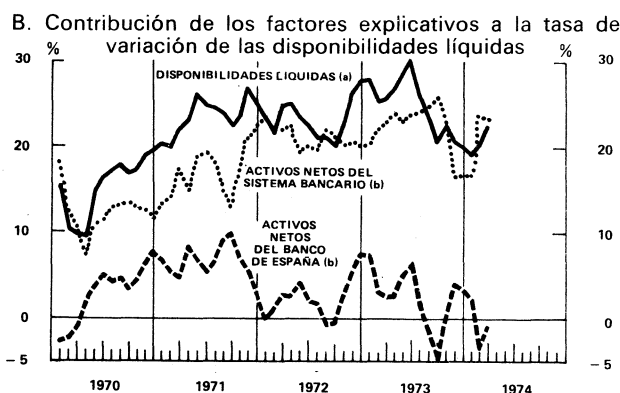
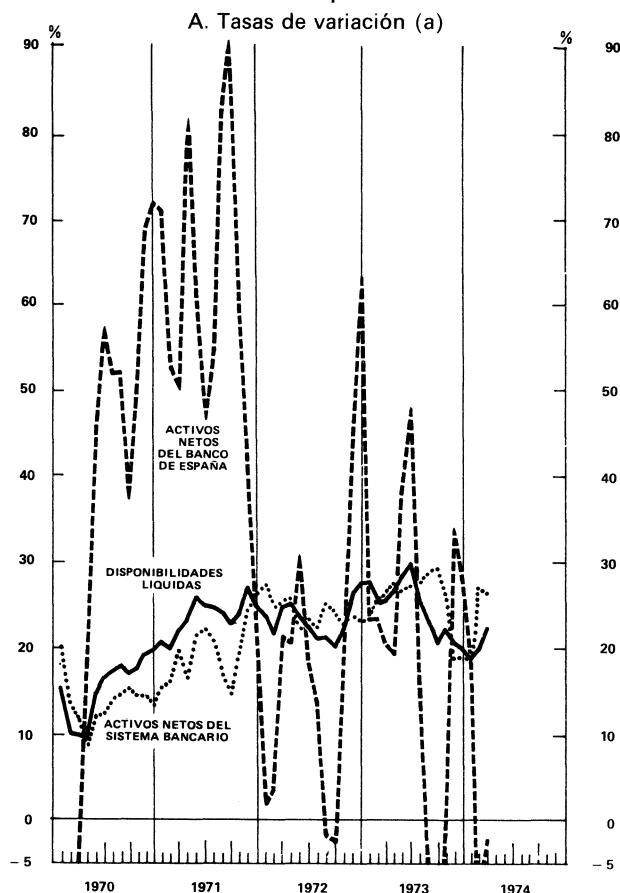


GRAFICO III-3

Evolución de las disponibilidades líquidas y sus factores explicativos



(a). Tasas de variación interanuales —expresadas en equivalente anual— de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. (b). Tasas de variación ponderadas por el peso de esta magnitud, en la fecha que sirve de base a cada valor de la tasa, dentro del total a explicar.

entre el Banco de España y el sistema bancario —activos líquidos de éste, por un lado, y crédito del primero al segundo, por otro— no figuran en ninguna de las dos magnitudes, puesto que se cancelan en el proceso de consolidación de sus balances (1).

Esta presentación esquemática permite comprender el actual planteamiento de la política monetaria. Por el lado de los componentes de las disponibilidades, el crecimiento del efectivo en manos del público depende solo de las preferencias del público por mantener sus

- (1) Un planteamiento más formal puede permitir apreciar mejor este esquema y algunas de sus ulteriores implicaciones. A partir de un balance simplificado del Banco de España tal como $(E + L = CSB + AN_1)$ —donde E es el efectivo en manos del público; L los activos líquidos del sistema bancario; CSB el crédito del Banco de España al sistema bancario, y AN_1 el saldo neto de sus restantes activos menos sus pasivos no monetarios— y de un balance simplificado del sistema bancario tal como $(D + CSB = L + AN_2)$ —donde L y CSB corresponden a las magnitudes ya definidas, vistas desde el lado del sistema bancario; D son los depósitos de éste y AN_2 es el saldo de los restantes activos del sistema menos sus pasivos no monetarios—, se llega, por consolidación, a un balance del sistema crediticio que es $(E + D = AN_1 + AN_2)$ —donde E + D son las disponibilidades líquidas—, que corresponde al esquema descrito en el texto.

activos líquidos en esa forma como alternativa a los depósitos, preferencias en las que la política monetaria poco puede influir. Por lo demás, esas preferencias suelen ser estables (1) y el crecimiento del efectivo no tiene gran relevancia económica por sí mismo ni, por tanto, interés como objetivo de política monetaria. Esta tiende, por tanto, a acomodarse a las preferencias del público al respecto y, en consecuencia, el control de las disponibilidades líquidas y el señalamiento de objetivos respecto a su crecimiento se ha de plasmar, en el plano instrumental, en un control de los depósitos del sistema bancario y en la fijación de objetivos —revisados cada vez que sea necesario para tener en cuenta la evolución autónoma del efectivo— respecto a su crecimiento. Por el lado del activo ocurre algo parecido, puesto que los «activos netos» del Banco de España pueden considerarse, en buena parte, coincidentes con lo que se conoce como factores autónomos, es decir, magnitudes sobre las que aquél puede ejercer poco control por razones monetarias (2). Ello significa que es la expansión de los «activos netos» del sistema bancario la que, sumada al dato que supone el crecimiento de los «activos netos» del Banco de España, determinará el crecimiento de las disponibilidades líquidas y la magnitud que, eventualmente, debe controlarse.

Dentro de este planteamiento, los datos de los gráficos III-2 y III-3 muestran algunos hechos generales, que conviene apreciar antes de entrar en el comentario de la evolución reciente. Por el lado de los componentes de las disponibilidades líquidas, el peso relativo del efectivo —gráfico III-2.B— es extremadamente bajo —no supone hoy día más que un 10 por 100 aproximadamente del total—, lo que significa que es la evolución de los depósitos del sistema bancario la que contribuye decisivamente a la evolución de las disponibilidades líquidas, razón de gran peso a la hora de encauzar el control de éstas a través del de aquéllos. Por el lado de las contrapartidas o factores explicativos de las disponibilidades líquidas, ocurre algo parecido. Los «activos netos» del sistema bancario desempeñan —gráfico III-3.B— el papel principal, pero en este caso hay que hacer algunas salvedades. La primera es que en los últimos años —a diferencia de períodos anteriores— ha existido una aportación bastante importante al crecimiento de las disponibilidades por parte de los «activos netos» del Banco de España. Otra es que éstos experimenten típicamente —gráfico III-3.A— fluctuaciones mucho más importantes que los «activos netos» del sistema bancario, que se reflejan en variaciones de

- (1) El efectivo suele mantener una proporcionalidad estable, si bien con tendencia a largo plazo a la baja, sobre el total de disponibilidades líquidas. En términos de tasas de crecimiento, eso se tiene que manifestar en que su tasa de crecimiento siga el perfil de la de las disponibilidades y en que sea sistemáticamente inferior a ésta. Ambos hechos se aprecian bastante claramente en el gráfico III-2.A.
- (2) Teóricamente, los activos netos del Banco de España pueden dividirse en dos grupos, uno de carácter básicamente autónomo y difícilmente controlable, al menos mediante medidas directas, por la autoridad monetaria (vgr., activos exteriores), y otro que refleja intervenciones del Banco de España en el mercado destinadas a influir en los activos líquidos del sistema bancario por vías distintas del crédito directo a éste. Ejemplos recientes de lo segundo serían los depósitos previos a la importación o las emisiones de bonos del Tesoro. En conjunto, esas intervenciones —cruciales para un análisis a corto plazo— no han tenido un peso sistemáticamente importante y puede aceptarse como válida la afirmación hecha en el texto, a reserva de matizaciones que convendrá introducir en algún punto posterior.

cierta intensidad —gráfico III-3.B— en su aportación al crecimiento de las disponibilidades líquidas y que, en varias ocasiones, explican decisivamente ciertas fluctuaciones de éstas. Finalmente, y a pesar de lo anterior, existe una tendencia, más o menos marcada según los momentos —gráfico III-3.A—, a que los «activos netos» del Banco de España y los del sistema bancario se muevan con tendencias contrapuestas.

Este último es un punto importante a la hora de explicar la evolución de cada período, y difícil, pues en él influyen factores de índole muy distinta. Por un lado, si se señala como objetivo un crecimiento de las disponibilidades a ritmos relativamente estables y se actúa de modo consecuente, para el logro de ese objetivo, sobre los activos líquidos del sistema bancario, ocurrirá que la variación de los «activos netos» del Banco de España en una dirección obligará a que los «activos netos» del sistema bancario se muevan en dirección contraria, mecanismo que se comentará con detalle en el epígrafe 3.

Pero cabe pensar en un mecanismo totalmente distinto que contribuya a ese fenómeno y es que, en la medida en que la demanda de disponibilidades líquidas crezca a un ritmo estable, el hecho de que éstas se creen a ritmo más o menos intenso a través del aumento de los «activos netos» del Banco de España incida en la demanda de financiación que llega al sistema bancario, precisamente en sentido contrario, haciendo que los «activos netos» de éste evolucionen de modo inverso a los «activos netos» del Banco de España (1).

Lo anterior es un esquema acaso excesivamente simple, pero que ayuda a explicar los hechos. Así, por ejemplo, la evolución de la segunda parte de 1971 —véase gráfico III-3.B— solo es comprensible en términos del segundo mecanismo propuesto, mientras que la del último trimestre de 1973 responde con toda certeza al primero. La claridad de esos casos extremos no impide que sea mucho más difícil explicar en esos términos otros períodos más complejos. Por lo demás, la existencia de estos dos mecanismos es hasta cierto punto garantía de que la política monetaria proseguida hoy día no tiene que crear graves perturbaciones, puesto que existirá cierta tendencia a que los cambios en la demanda de «activos netos» por parte del sistema bancario vayan acompañados de cambios paralelos en su oferta por parte del público.

Resulta, pues, que un ritmo dado de crecimiento de las disponibilidades puede alcanzarse con muchas combinaciones distintas de ritmos de crecimiento de los «activos netos» del Banco de España y del sistema bancario, y el hecho de que la política monetaria se fije como objetivo el primero podría hacer pensar en la irrelevancia de los efectos económicos de una u otra combinación. Para ver que no es así, basta tener en cuenta las profundas diferencias de financiación por sectores que derivarán normalmente, según sea la combinación de ambos factores, del hecho de que los «activos netos» del Banco de España no contienen cifras apre-

(1) Nada impide, por supuesto, que en situaciones de demanda global muy intensa o muy débil, en que no cabe pensar en un crecimiento estable de la demanda de disponibilidades líquidas, este efecto desaparezca para dejar paso a movimientos de igual signo.

ciables de financiación al sector privado, mientras que ésta constituya el núcleo de los «activos netos» del sistema bancario. Pero no hay que olvidar que la intensidad del aumento de los «activos netos» del Banco de España reflejará, en esencia, la intensidad de la demanda exterior y del sector público. El hecho de que los «activos netos» del sistema bancario queden como objetivo residual no es más que el reflejo de que, para unas condiciones de equilibrio global dadas, la demanda del sector privado tiene que ser un objetivo residual en función de la demanda del sector exterior y del sector público. Cuál sea la combinación de demanda exterior, demanda pública y demanda privada que mantenga en equilibrio a la economía es obviamente un problema crucial en cualquier país; pero si se parte de la base de que la magnitud relevante, desde el lado monetario, para ese equilibrio global son las disponibilidades líquidas, no se trata de un problema en el que la política monetaria pueda influir a corto plazo. Otra cosa es que se manipule el nivel general de expansión monetaria, para influir sobre la demanda global, y que, a través de los efectos sobre ésta, se llegue a cambios en aquella estructura. Mas ello no invalida la idea de que, en cada momento, el crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario será una magnitud residual y no un objetivo por sí mismo.

Al pasar ahora a comentar los rasgos principales de la evolución reciente, se impone la previa advertencia metodológica de que los datos de los gráficos III-2 y III-3 miden un perfil cíclico general y no se prestan a interpretaciones a muy corto plazo (1). Ello obliga a prestar solo atención a las grandes líneas de la evolución recogida en dichos gráficos. Por lo que se refiere a los componentes de las disponibilidades líquidas, destaca, en cuanto al efectivo en manos del público, el que durante el primer semestre de 1973 experimentara una fuerte aceleración, que situó su crecimiento casi al mismo ritmo que el de los depósitos del sistema bancario y las disponibilidades, fenómeno que quedó interrumpido a mediados de año, restableciéndose entonces una tasa de crecimiento más en consonancia con la de los últimos años. El conjunto del fenómeno no es fácil de explicar, pero el escaso peso del efectivo en el total de disponibilidades resta significación a todo el episodio y la aportación de esa magnitud al crecimiento de las disponibilidades —gráfico III-2.B— no abandonó por ello la tónica de extrema modestia que siempre le ha caracterizado. La conclusión obvia es que fue el crecimiento de los depósitos del sistema bancario el que determinó en lo esencial —gráfico III-2.B— la evolución de las disponibilidades líquidas. Resulta así innecesario comentar la evolución de esta magnitud, puesto

(1) Esto, que es importante respecto de todas las magnitudes en ellos reflejadas, es importante en particular con referencia a los «activos netos» del Banco de España, porque es una magnitud bastante inestable, lo que hace que el proceso de desestacionalización contenga más errores que lo normal y que el proceso de suavización mediante medias trimestrales cree un perfil que no es reflejo del todo fidedigno de la evolución a muy corto plazo de esa magnitud. Otro problema que aconseja cautela en interpretaciones a muy corto plazo es que, para evitar problemas de agregación, las series desestacionalizadas de efectivo en manos del público (gráfico III-2) y de «activos netos» del Banco de España (gráfico III-3) no se han obtenido directamente, sino por diferencia entre las otras dos series desestacionalizadas presentadas en dichos gráficos. De este modo, a los problemas propios de la desestacionalización de esos componentes se suma la posible acumulación de errores implícitos en la desestacionalización de las otras dos series.

que pueden hacerse extensivos a ella los comentarios y juicios emitidos en el epígrafe 1 respecto de la evolución del total de disponibilidades líquidas.

En la evolución de los factores explicativos de las disponibilidades líquidas —gráfico III-3—, es oportuno considerar, en primer lugar, la de los «activos netos» del Banco de España, por ser el factor de carácter más autónomo. A diferencia de los años 1970 y 1971, en que ese factor contribuyó con bastante intensidad y de modo relativamente sostenido al crecimiento de las disponibilidades, la evolución desde finales de 1972 ha sido distinta, pues si su contribución no ha dejado de ser positiva, salvo en fechas muy recientes, ha perdido intensidad y ha presentado oscilaciones bastante marcadas. Sin entrar aquí en un examen detallado de esos factores, que, desde una óptica algo diferente, se comentarán en detalle en el epígrafe 5, cabe señalar que el efecto positivo a lo largo de todo el período está básicamente determinado por el fortísimo y sostenido crecimiento de las reservas internacionales del Banco de España. La evolución de 1972 está marcada por una menor intensidad de ese proceso y por el hecho de que el sector público redujo con bastante intensidad su endeudamiento en el Banco de España. Este último factor dejó de operar en 1973, pero el crecimiento de los activos exteriores del Banco fue también más moderado. El debilitamiento del sector exterior y la actuación con distinto signo, según los momentos, del endeudamiento del sector público en el Banco de España son los factores que explican en esencia la contribución menor y más variable de los «activos netos» del Banco de España al crecimiento de las disponibilidades.

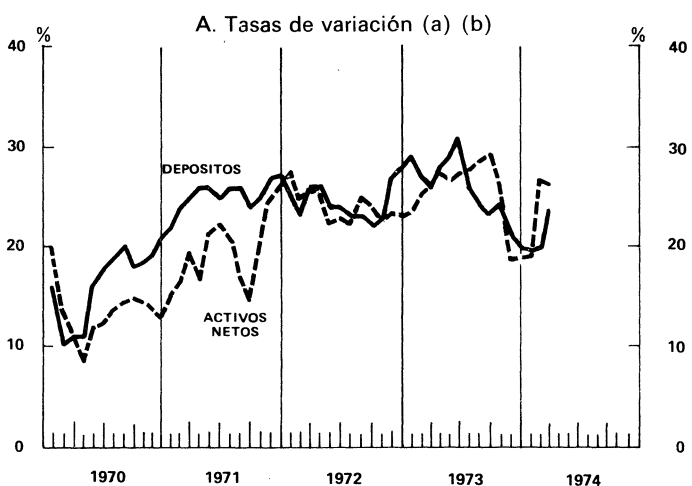
En contraste con lo anterior, la evolución de los «activos netos» del sistema bancario presenta, por una parte, estabilidad mayor y, por otra, una marcada aceleración a lo largo de la mayor parte de 1973. En el crecimiento de esa magnitud se pueden distinguir—gráfico III-3.A— cuatro fases a lo largo de los últimos dos años: una de desaceleración del 28 por 100 aproximadamente a principios de 1972 al 21 por 100 a mediados del mismo; otra de gran estabilidad, en torno al 24 por 100, en toda la segunda mitad de ese año, y, tras una aceleración en el primer trimestre de 1973, otra fase de estabilidad, a un nivel, excepcionalmente alto, del 28 por 100, que se extiende durante el segundo y tercer trimestres de 1973. En el último trimestre del año, en cambio, se acusa, como uno de los fenómenos más importantes de la evolución monetaria reciente, un profundo proceso de desaceleración que se extiende a los primeros meses de 1974. En la aportación de ese factor al crecimiento de las disponibilidades —gráfico III-3.B— se aprecian las mismas fases, con cifras lógicamente más bajas.

La combinación de esos dos factores es la que explica el crecimiento ya comentado de las disponibilidades líquidas —gráfico III-3.B—, explicación que se caracteriza, por un lado, porque la fuerte aceleración de crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario a lo largo de casi todo 1973 contribuyó decisivamente a elevar el ritmo de crecimiento de las disponibilidades, pero, por otro, porque fue el crecimiento de los «activos netos» del Banco de España el que contribuyó sensiblemente a marcar el perfil más a corto plazo de esta magnitud. De hecho, las tres ondas expansivas que se aprecian a lo largo de los últimos dos años en el crecimiento de las disponibilidades —una, en la primera mitad de 1972; otra, a finales de 1972

y principios de 1973, y una tercera, a mediados de 1973— coinciden básicamente con análogas ondas en el crecimiento de los «activos netos» del Banco de España. La experiencia de los últimos meses de 1973 se aparta, por el contrario, de ese patrón general, pues aparecen aportaciones de los dos factores de carácter bastante fluctuante, pero de signo fuertemente contrario, explicando una marcada desaceleración de las disponibilidades líquidas. Por el momento bastará dejar constancia de estos hechos básicos, que, como se verá más adelante, guardan estrecha relación con el grado en que el proceso de expansión bancaria estuvo debidamente controlado por las autoridades monetarias.

GRAFICO III-4

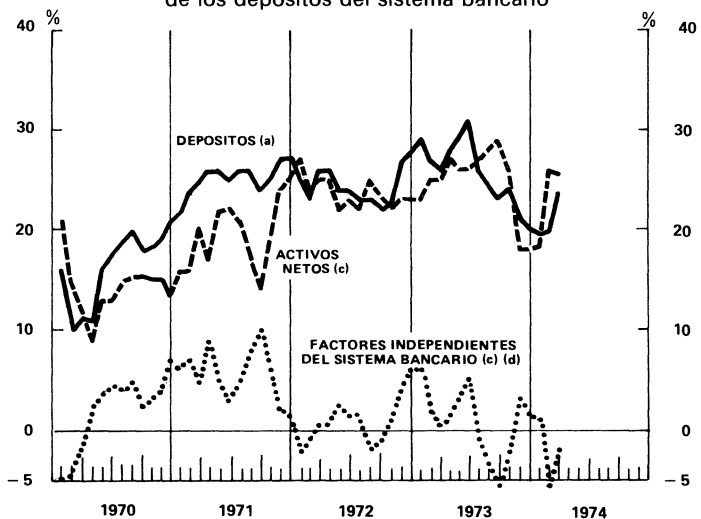
Evolución de los depósitos del sistema bancario y sus factores explicativos



3. El proceso de expansión del sistema bancario.

El crecimiento de los depósitos del sistema bancario es, como se vio, la variable fundamental a que ha de atender el control del proceso de expansión monetaria y, por consiguiente, el objetivo instrumental inmediato de la política monetaria. Todas las piezas necesarias han sido expuestas en el epígrafe anterior, pero una ligera transformación del balance esquemático del sistema crediticio que presidía aquel análisis permite encuadrar mejor el del proceso de expansión del sistema bancario y su control. A partir de aquellos da-

B. Contribución de los factores explicativos a la tasa de variación de los depósitos del sistema bancario



(a). Tasas de variación intermensuales —expresadas en equivalente anual— de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. (b). Dada la extrema variabilidad de las tasas de variación de los "factores independientes del sistema bancario" —oscilan en este periodo entre +273'8 y -100'0— se ha excluido su representación gráfica. (c). Tasa de variación ponderada por el peso de esta magnitud, en la fecha que sirve de base a cada valor de la tasa, dentro del total a explicar. (d). Activo líquido menos crédito del Banco de España al sistema bancario, igual, por definición; a los activos netos del Banco de España menos el efectivo en manos del público.

tos, cabe explicar el crecimiento de los depósitos del sistema bancario, de un lado, por el de los «activos netos» del Banco de España menos el efectivo en manos del público y, de otro, por el de los «activos netos» del sistema bancario (1). Esta presentación es la que recoge el gráfico III-4, en forma de tasas de crecimiento de los depósitos del sistema bancario y sus dos factores explicativos —III-4.A— y en forma de aportación de estos dos al crecimiento de aquéllos —III-4.B—.

A partir de aquí, cabe extenderse algo más en las consideraciones de orden general iniciadas en el epígrafe anterior. Todas ellas giran en torno al hecho básico de que, si bien los «activos netos» del sistema bancario explican en medida importante el crecimiento de sus «depósitos» y la evolución de ambos tiene evidentes paralelismos, ésta **no es la misma** y las diferencias se explican por esos otros factores ya mencionados.

El hecho, aparentemente extraño, de que la suma de los «activos netos» del Banco de España y del efectivo en manos del público figure como un factor explicativo de los depósitos del sistema bancario se explica al constatar que esos dos factores son iguales, por definición, a los activos líquidos del sistema bancario menos el crédito del Banco de España a éste (2). Es decir, el esquema propuesto, y el gráfico III-4 en él basado, se puede interpretar, de una forma más familiar, como un balance esquemático del sistema bancario en el que sus depósitos igualan el total neto formado por sus activos líquidos menos el crédito recibido del Banco de España, por un lado, y sus «activos netos», por otro. Esto permite comprender que el primer elemento es un total en el que el sistema bancario no puede influir en modo alguno y que, en buena medida, escapa al control del propio Banco de España. Esto queda claro en la primera interpretación —«activos netos» del Banco, poco controlables por éste, menos efectivo en manos del público, incontrolable por naturaleza—, pero también es evidente en la interpretación alternativa —activos líquidos del sistema menos crédito del Banco de España—. El Banco de España puede controlar los primeros, fundamentalmente influyendo en el segundo, y no puede controlar fácilmente, por tanto, la suma neta de los dos. El sistema bancario, dadas las actuales modalidades de crédito del Banco de España, no puede controlar ni uno ni otro, ni, por consiguiente, su suma (3).

(1) Siguiendo con el esquema expuesto en la nota de la página 120 ($E + D = AN_1 + AN_2$) se puede expresar como ($D = [AN_1 - E] + AN_2$).

(2) Volviendo a las expresiones utilizadas en la nota de la página 120 ($L - CSB = AN_1 - E$) y, por tanto ($D = [L - CSB] + AN_2$).

(3) En cuanto a la falta de control del sistema bancario sobre el total de las principales modalidades de crédito del Banco de España, véase Informes de 1971, páginas 150-4, y de 1972, página 160. Una excepción que podría llegar a ser importante son los créditos personales a la banca que han comenzado a activarse en 1973 (ver epígrafe 4), que tienden a invalidar la idea de que el total de crédito del Banco de España al sistema bancario está controlado por aquél, pero no la idea de que el saldo neto de activos líquidos menos crédito del Banco de España escapa al control del sistema bancario y, en buena medida, al control del propio Banco de España. Este solo puede controlarlo con medidas indirectas que afecten a los factores autónomos o con medidas de control monetario que no signifiquen cambios en el endeudamiento de la banca (vgr., depósitos de importadores, bonos del Tesoro), que hasta el momento no han constituido el centro de las intervenciones del Banco de España.

De ahí que, pensando en el proceso de expansión, se hayan denominado esos factores «factores independientes del sistema bancario». La conclusión importante es, pues, que en el proceso de expansión de los depósitos y los «activos netos» del sistema bancario existe un factor que obliga a que esas dos magnitudes tengan que diferir y que ese factor es independiente de la conducta de la banca y poco influenciado por la propia autoridad monetaria.

En cuanto al perfil de estos «factores independientes», sus características son las que resultan de combinar los efectos contrapuestos, por su distinto signo, de sus dos componentes, los «activos netos» del Banco de España y el efectivo en manos del público. Dado el menor peso del segundo componente y su evolución relativamente suave, el resultado es que el total que se comenta muestra, a un nivel algo más bajo, el mismo signo que los «activos netos» del Banco de España y un perfil que se asemeja notablemente al de éste. Pueden generalizarse, sin más, pues se trata en realidad del mismo fenómeno, las observaciones ya formuladas respecto al valor positivo de esa magnitud en los últimos años, sus oscilaciones importantes y el signo de éstas, en general contrario al de las de los «activos netos» del sistema bancario.

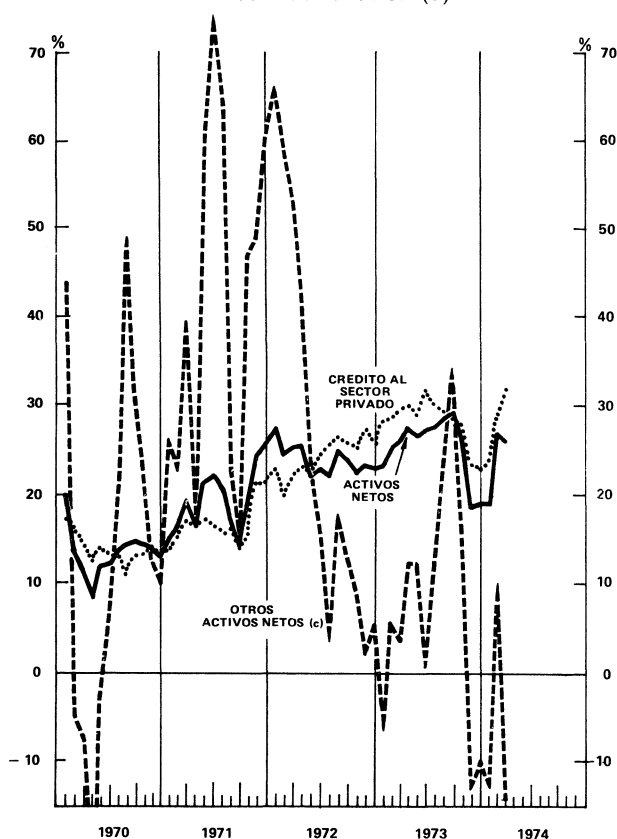
Lo expuesto lleva de nuevo al tema de los objetivos de la política monetaria. Como se dijo, éstos se vienen formulando en los últimos años en términos de crecimiento de las disponibilidades líquidas y, según se vio, esto se ha de traducir en un objetivo intermedio relativo al ritmo de crecimiento de su principal y decisivo componente, los depósitos del sistema bancario. La existencia de los «factores independientes» ya aludidos implica no solo que el perfil del crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario no podrá ser el mismo que el de los depósitos, sino que, si se fija un objetivo para los primeros, resultará incongruente fijarlo para los segundos. Dado el primero, el crecimiento de los «activos netos» compatible con él solo puede ser uno y es el que, por diferencia, condicionen los «factores independientes del sistema bancario», que escapan por completo al control de éste y, en buena medida, al del Banco de España. La fijación de objetivos independientes para una y otra magnitud solo puede desembocar, salvo una improbable casualidad, en el incumplimiento de uno u otro.

La importancia que, en los comentarios sobre la política monetaria, viene asignándose al crecimiento del «crédito al sector privado» —básicamente, descuento de efectos y créditos, con exclusión de la cartera de obligaciones y acciones— obliga a extender las consideraciones anteriores a esta magnitud. El «crédito al sector privado» es, ciertamente, el componente principal de los «activos netos» del sistema bancario, como indica el gráfico III-5, donde se comparan ambas magnitudes. Pero su perfil tiene suficientes diferencias a corto plazo como para que sea arriesgado ver en el «crédito» un objetivo o incluso un indicador fiable de la política monetaria. Al margen de los factores que hacen que los «activos netos» difieran de los «depósitos», en este caso hay que tener en cuenta la evolución de las restantes operaciones del sistema bancario —otros activos y pasivos no monetarios (1)—, cuyo saldo neto fluctúa bastante

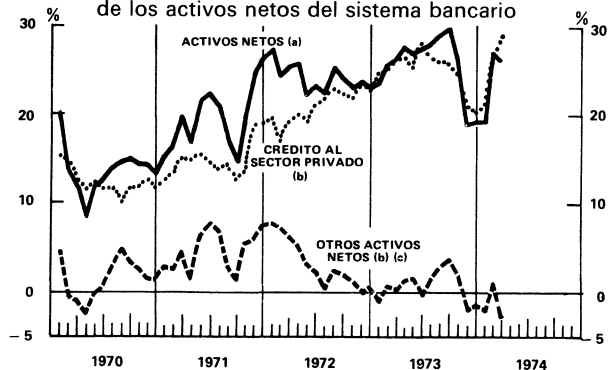
(1) Se trata básicamente de la cartera de valores, del activo real, del saldo neto (activo) de bancos y banqueros y de otros activos diversos, deducidos las cuentas de capital, los bonos de caja, el saldo neto (pasivo) de las cuentas con el exterior y otros pasivos diversos.

GRAFICO III-5 Evolución de los activos netos del sistema bancario y sus componentes

A. Tasas de variación (a)



B. Contribución de los componentes a la tasa de variación de los activos netos del sistema bancario



(a). Tasas de variación interanuales — expresadas en equivalente anual — de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. (b). Tasas de variación ponderadas por el peso de esta magnitud, en la fecha que sirve de base a cada valor de la tasa, dentro del total a explicar. (c). Cartera de valores, activo real, saldo neto de bancos y banqueros y activos diversos; menos cuenta de capital, bonos de caja, pasivos exteriores netos y pasivos diversos.

a corto plazo, explicando las diferencias adicionales entre «crédito al sector privado» y «activos netos». Dada la dificultad que supondría controlar esas operaciones, se verá que el señalar objetivos para el crecimiento del crédito al sector privado supone o que se tendrán que incumplir o que habrá que abandonar los objetivos relativos al crecimiento de los depósitos del sistema bancario.

Todo esto es particularmente relevante para una etapa del ciclo económico como la que hoy atraviesa la economía española. En efecto, las fases finales de los ciclos económicos se han caracterizado muchas veces por un crecimiento más rápido de los «activos netos» del sistema bancario que el de sus depósitos, debido a que esas fases han ido acompañadas por déficits de balanza de pagos y una tendencia a que los «factores independientes del sistema bancario» operen negativamente. Si a ello se suma una tendencia a que el crédito al sector privado reemplace otros activos bancarios (vgr., valores) y a que aumenten rápidamente los pasivos no monetarios del sistema (vgr., cuentas de capital), se verá que pueden producirse, como en efecto viene ocurriendo en los últimos meses, crecimientos del crédito al sector privado mucho más rápidos que el de los depósitos.

Otra consecuencia de lo anterior es que, al igual que ocurría con las disponibilidades, si se persigue un objetivo de crecimiento relativamente estable de los depósitos del sistema bancario, las variaciones relativamente pronunciadas a corto plazo de los «factores independientes del sistema bancario» tendrán que traducirse en variaciones de signo contrario y de igual importancia en los «activos netos» del sistema bancario. Sobre las razones últimas de ese proceso no hace falta repetir aquí lo ya expuesto en el epígrafe anterior, que, a salvo del distinto marco de referencia, es estrictamente aplicable al caso. Sí cabe añadir que aquellas razones hacen difícil que, como alternativa a un objetivo medido en términos de crecimiento de las disponibilidades líquidas, pueda defenderse como objetivo un crecimiento dado de la financiación del sector privado. En todo caso hay que insistir en que la fijación del segundo supondría el abandono del primero, en que no es eso lo que hasta hoy se ha pretendido en la política monetaria española y en que la instrumentación de ésta hoy aplicada está concebida para un control de las disponibilidades, que si en teoría no es incompatible con una determinación indirecta de los «activos netos» del sistema bancario, en la práctica resulta uno de los métodos menos eficaces de lograrla.

En cuanto a la evolución reciente del proceso de expansión bancaria, es muy poco lo que puede decirse que no esté expuesto ya en el epígrafe precedente. En éste se comentó la evolución de los dos componentes principales, depósitos y «activos netos». En cuanto a los «factores independientes del sistema bancario», su evolución refleja un perfil muy similar a la de los «activos netos» del Banco de España, por lo que también parece innecesario insistir en el tema. Sí cabe, en cambio, apuntar ya la idea de que la evolución monetaria descrita en el epígrafe 1, con un primer semestre de gran expansión y un segundo semestre de paulatina desaceleración, responde exactamente a las dos fases que cabe distinguir en el proceso de expansión del sistema bancario. Durante el primer semestre, éste, que había llegado a un punto de relativo control por la autoridad monetaria a finales de 1972, escapó, por razones que después se verán, al mismo e, impulsado básicamente por una intensa demanda de financiación por parte de la economía, pudo alcanzar las cotas más altas de los últimos años, mientras que el cambio de orientación de la política monetaria a mediados de 1973, presidido por una definición precisa de los objetivos perseguidos, permitió restablecer el control de ese proceso y encauzarlo hacia la desaceleración que muestran las cifras. La inestabilidad en el crecimiento de los depósitos del sistema bancario hasta mediados de 1973 y el hecho de que esa inestabilidad se explique en buena medida por los «factores independientes del sistema bancario», mientras que los «activos netos» del sistema no compensaban las variaciones de éstos y crecían a un ritmo acelerado y bastante sostenido, es evidencia del insuficiente control en que se desarrolló el proceso de expansión hasta entonces. Por el contrario, la progresiva desaceleración de los depósitos en la segunda mitad y las fuertes oscilaciones de signo contrario en la aportación a ella de los «activos netos» y de los «factores independientes» es prueba del aludido control de todo el proceso en ese período. Pero la explicación de estos fenómenos hay que aplazarla hasta el epígrafe 7.

Con la salvedad importante de los «factores independientes del sistema bancario», existe una

fuerte interrelación entre depósitos y «activos netos» del sistema bancario, cuyo crecimiento global depende de la voluntad y las decisiones de éste. El control de este proceso de expansión, con la finalidad de alcanzar determinados objetivos en materia de crecimiento de los depósitos del sistema, es la vía básica de instrumentación de la política monetaria. Pero esa misma interrelación pone de relieve que tal objetivo no requiere el control simultáneo de los depósitos del sistema bancario y de sus «activos netos», pues basta el de una de las dos magnitudes para que la otra quede también controlada. Si, a nivel de las instituciones bancarias individuales, la relación entre «activos netos» y depósitos discurre en el sentido de que los segundos condicionan los primeros, a nivel del sistema bancario en su conjunto tan cierto es esto como lo contrario. Pero como es la conducta individual la que debe servir de base al control de la autoridad monetaria, es el control directo de los depósitos lo que constituye la actuación central de la autoridad monetaria. Así, el crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario —y, con más razón, el del «crédito al sector privado»— no solo es una magnitud residual en el plano de los objetivos de la política monetaria, sino que también lo es en el de su instrumentación. La clave del control de los depósitos discurre por la vía del control de los activos líquidos del sistema bancario. El proceso de expansión bancaria no parece verse esencialmente afectado por el hecho de que el nivel absoluto o relativo de su endeudamiento con el Banco de España sea uno u otro (1) y sí, en cambio, por cuál sea el nivel de sus activos líquidos; y aquí reposan las bases del control por la autoridad monetaria de todo el proceso de expansión. Este se ve limitado por el hecho de que, por imposición legal y por deseo del sistema bancario, existe un nivel relativo de activos líquidos deseado con relación al nivel existente de depósitos. El sistema tenderá, si el nivel efectivo es superior al deseado, a una expansión de sus «activos netos», que se hará realidad si existe una demanda de financiación suficientemente intensa por parte de la economía y, si es inferior, a una disminución de los «activos netos». En resumen, el control reposa sobre la idea de que, conociendo el nivel de activos líquidos deseado por el sistema bancario —las limitaciones sobre este conocimiento son el punto más débil de todo el mecanismo—, bastará controlar el volumen de activos líquidos suministrados al sistema y el volumen de ellos retenido por imposición legal para que aquella parte deseada voluntariamente por el sistema bancario corresponda al nivel que se aspira alcancen sus depósitos, de modo que el propio sistema expanda sus «activos netos» solo en la medida necesaria para que sus depósitos alcancen efectivamente las cifras deseadas por las autoridades.

Ahora se puede ver cómo, dado un control estricto del proceso de expansión del sistema bancario a través del control de los activos líquidos, los «activos netos» del sistema bancario tendrán que ajustarse pasivamente a los movimientos de los «factores independientes del sistema bancario», lo que, en la medida en que el efectivo en manos del público evolucione con suavidad, es tanto como decir a los movimientos de los «activos netos» del Banco de España.

(1) Si así ocurriera, la autoridad monetaria podría hacer frente a esa situación recurriendo a vías de actuación sobre los activos líquidos distintas del crédito al sistema bancario, poco desarrolladas en España, o manipulando la «demanda legal» de activos líquidos derivada del coeficiente de caja y de los depósitos obligatorios.

En efecto, dados unos niveles de activos líquidos que se desean controlar, el Banco de España tendrá que manipular su crédito al sistema bancario para compensar las variaciones de sus «activos netos» y del efectivo en manos del público. Al nivel del sistema bancario, dado el control de los activos líquidos y de los depósitos, esa manipulación del crédito del Banco de España al sistema será la que forzará a que los «activos netos» de éste tengan que acomodarse pasivamente, respondiendo así indirectamente a las variaciones de los «activos netos» del Banco de España y del efectivo en manos del público.

Todo este proceso de control de la expansión del sistema bancario es el que se analiza en los epígrafes siguientes. En el epígrafe 4 se comenta el proceso de crecimiento de los activos líquidos del sistema bancario, sus factores explicativos y las intervenciones de la autoridad monetaria para controlar la oferta de esa magnitud. Pero el control de la autoridad monetaria no para ahí, puesto que, por la vía de la manipulación de los coeficientes de caja y los depósitos obligatorios, puede influir directamente en el nivel de activos líquidos que el sistema bancario está precisado a mantener, es decir, actúa sobre su demanda, y este es el tema analizado en el epígrafe 5. En el epígrafe 6 se estudiará un tema que guarda relación con los anteriores y que corresponde, en todo caso, a un tercer campo de actuación de la autoridad monetaria, como es la política de tipos de interés. Una vez expuesta esta actuación de las autoridades, volverá a enlazarse, en el epígrafe 7, con el proceso de expansión descrito hasta aquí, para intentar una explicación causal entre unos y otros hechos.

4. Evolución de los activos líquidos del sistema bancario.

El contenido de este epígrafe se refiere exclusivamente a la oferta de activos líquidos por el Banco de España, con especial énfasis en las acciones de la autoridad monetaria. Conviene, sin embargo, no perder de vista en ningún momento que éste es solo uno de los factores de la instrumentación de la política monetaria, de modo que no es posible emitir un juicio definitivo sobre ella a partir de los elementos que se expondrán a continuación. Con todo, se trata de una pieza clave de la instrumentación de la política monetaria y de ahí que su análisis deba ser detallado.

Los activos líquidos del sistema bancario —véase cuadro III-1— se incrementaron en 1973 en 18,8 miles de millones de pesetas (9,28 por 100), cifra que, si bien es un adecuado reflejo de la tendencia del año, describe mal la evolución a lo largo de éste, que se explica mejor —véase gráfico III-6— como un aumento extraordinario en el mes de enero de 1973 (41,5 mil millones) y un proceso, no continuado, pero sí claro, de reducción (22,7 mil millones) en los once meses restantes del año. De este modo, si la evolución anual, en sí, implicaba una actitud poco expansiva, la realidad es que permitió un comienzo del año muy expansivo para terminar de un modo más restrictivo de lo que parecería a primera vista.

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973	1972				1973				1974
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	
I. FACTORES AUTONOMOS	58,5	18,4	29,0	14,5	— 1,8	8,5	— 2,7	39,0	0,1	11,1	— 21,2	—
1. Efectivo en manos del público	— 31,2	— 40,5	— 52,4	9,6	— 10,5	— 11,7	— 27,8	10,4	— 22,6	— 11,9	— 28,3	11,9
2. Sector exterior	100,9	90,5	78,2	13,7	30,4	28,0	18,4	17,0	27,7	30,2	3,3	— 11,7
3. Sector público	— 19,4	— 24,7	17,8	— 2,3	— 18,8	— 15,0	11,4	20,4	— 11,7	0,7	8,3	10,0
Administración Central	4,8	— 22,8	15,4	— 2,9	— 16,7	— 11,5	8,3	20,9	— 12,5	— 6,4	13,3	38,0
Organismos oficiales	— 24,2	— 1,9	2,4	0,6	— 2,1	— 3,5	3,1	— 0,5	0,8	7,1	— 5,0	— 28,0
4. Otros factores	8,2	— 6,9	— 14,6	— 6,5	— 2,9	7,2	— 4,7	— 8,8	6,6	— 7,9	— 4,5	— 10,2
II. AUTORIDAD MONETARIA	0,4	6,0	— 10,1	6,1	— 3,7	0,7	2,9	— 8,3	— 3,0	— 16,8	18,0	14,7
1. Depósitos previos a la importación	25,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Bonos del Tesoro en circulación	—	—	— 2,2	—	—	—	—	— 6,4	1,0	— 17,3	20,4	— 7,9
3. Crédito al sistema bancario	— 25,3	6,0	— 7,9	6,1	— 3,7	0,7	2,9	— 1,9	— 4,0	0,5	— 2,4	22,6
Banca	— 24,8	— 4,9	— 11,6	— 2,3	— 4,7	— 0,4	2,5	— 2,8	— 4,5	— 0,3	— 3,9	22,6
Dispuesto	— 42,2	10,3	0,8	— 4,1	1,3	10,1	3,0	— 12,1	5,6	5,9	1,4	15,0
Disponible	17,4	— 15,2	— 12,4	1,8	— 6,0	— 10,5	— 0,5	9,3	— 10,1	6,2	— 5,3	7,6
Cajas de ahorros	— 0,5	10,9	3,7	8,4	1,0	1,1	0,4	0,9	0,6	0,8	1,5	—
Dispuesto	— 0,1	0,1	0,3	0,1	— 0,1	0,1	—	— 0,2	0,1	— 0,1	0,5	— 0,1
Disponible	— 0,4	10,8	3,4	8,3	1,1	1,0	0,4	1,1	0,5	0,9	1,0	0,1
III. ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO (I + II)	59,0	24,3	18,8	20,6	— 5,4	9,2	— 0,2	30,8	— 2,9	— 5,6	— 3,4	14,6
1. Banca	57,6	— 5,5	10,2	— 1,9	— 8,4	9,6	— 4,8	30,8	— 5,4	— 6,8	— 8,4	14,3
Efectivo y depósitos	40,2	9,7	22,7	— 3,8	— 2,3	20,1	— 4,4	21,5	4,8	— 0,6	— 3,1	7,6
Disponibles computables (a)	5,0	—	0,2	— 1,2	— 0,5	1,8	—	1,5	— 0,7	1,2	— 1,8	2,0
Disponibles no computables (a)	12,4	— 15,2	— 12,5	3,1	— 5,6	— 12,3	— 0,4	7,8	— 9,5	— 7,5	— 3,5	5,6
2. Cajas de ahorros	1,4	29,8	8,6	22,5	3,0	— 0,4	4,6	—	2,5	1,2	5,0	0,3
Efectivo y depósitos	1,8	19,0	5,2	14,2	1,9	— 1,4	4,2	— 1,1	2,0	0,3	4,0	0,2
Disponibles computables (a)	— 0,4	10,8	3,4	8,3	1,1	1,0	0,4	1,1	0,5	0,9	1,0	0,1

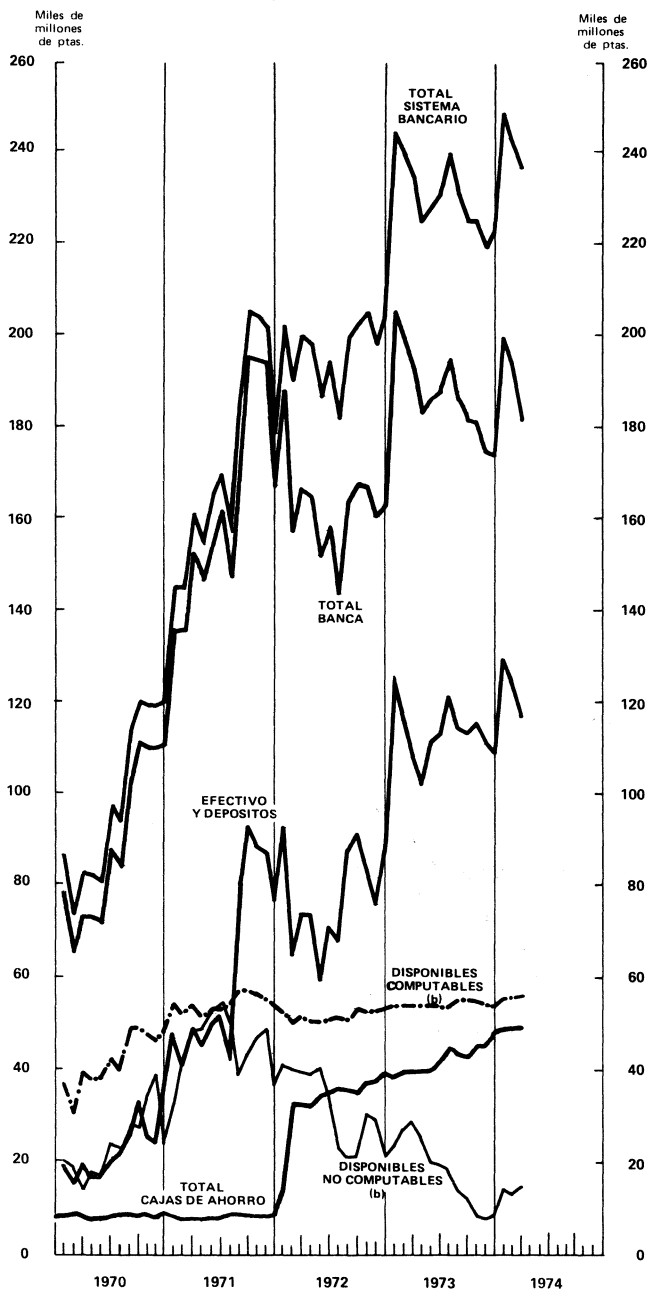
(a) En el coeficiente de caja.

FUENTE: Balances del Banco de España.

Como de costumbre, la evolución de ese total afectó principalmente a los activos líquidos de la banca y no a los de las cajas de ahorros (1). Estos últimos prosiguieron un suave, pero sostenido, incremento (8,6 mil millones para todo el año), lo que significa que es el aumento anual de los de la banca (10,2 mil millones) el que experimentó la ruptura ya señalada para el total, con una elevación de 42,8 mil millones en el mes de enero y una disminución de 32,5 mil millones en el resto del año. Atendiendo a la distribución de los activos líquidos entre sus diversas modalidades, 1973 no hizo sino acusar las tendencias de años precedentes. El total de los disponibles en créditos siguió su tendencia descendente (— 8,9 mil millones), explicada por un ligero aumento de los disponibles computables en el coeficiente de caja (3,6 mil millones) y una fuerte disminución (— 12,5) de los no computables. El primero se explica por el bajo nivel de disposición de los créditos con garantía de fondos públicos y la estabilidad de los límites, debida a la casi total pignoración de la cartera de fondos públicos del sistema banca-

GRAFICO III-6

Activos líquidos del sistema bancario: Componentes



(1) Sobre las razones de este fenómeno, véase Informe de 1972, páginas 153, 154 y 165-7.

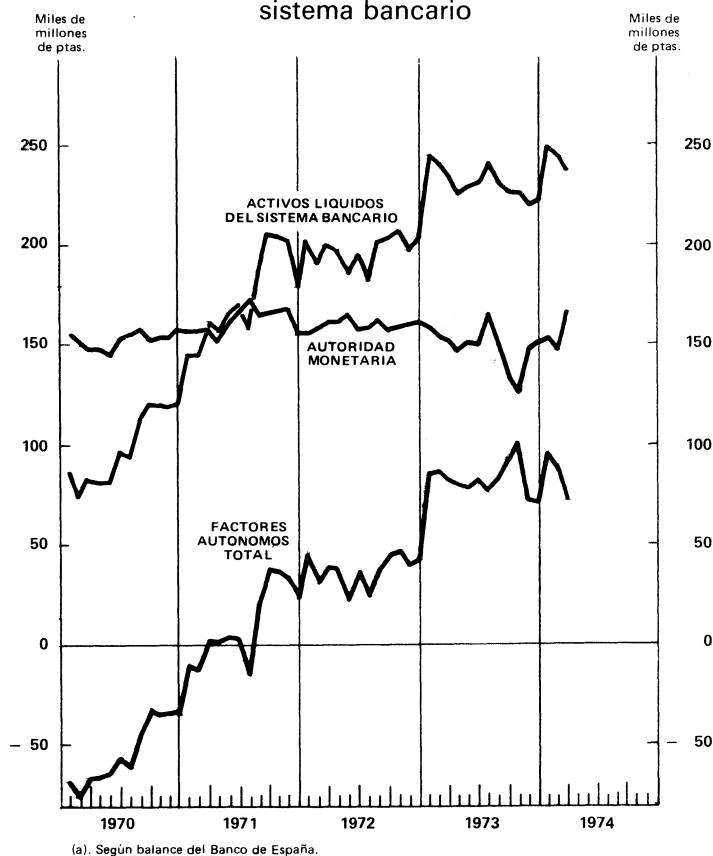
(a). Según balance del Banco de España.
(b). En el coeficiente de caja.

rio; por la imposibilidad de adquirir más títulos de esta clase en el mercado; y por el lento ritmo de amortización de los mismos. En cuanto a los disponibles no computables, confluyen dos factores: la reducción de los límites, por disminución de los del redescuento ordinario, y el incremento del grado de disposición de los mismos, fenómeno acusado principalmente por el redescuento especial, temas ambos que se comentarán más adelante. Por el contrario, el total de efectivo y depósitos en el Banco de España experimentó un fuerte aumento, concentrado en el mes de enero. De este modo, el peso relativo a final de año de este componente de los activos

líquidos (64,1 por 100) era netamente superior al de final de 1972 (56,3 por 100). La trascendencia de esta evolución es manifiesta, si se tiene en cuenta que este componente tiene un elevado coste implícito para las instituciones bancarias, en forma de renuncia a la percepción de intereses, mientras que, por el contrario, el coste análogo en el caso de los disponibles —intereses renunciados por no inversión menos coste de disposición de los créditos del Banco— es bastante bajo.

El cuadro III-1 muestra la evolución de los distintos factores que condicionaron la evolución del total de activos líquidos. Pero para iniciar el comentario será útil referirse al gráfico III-7, en donde los factores explicativos de esa evolución se agrupan en dos epígrafes:

GRAFICO III-7
Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario



uno de intervenciones directa del Banco de España —que comprende sus créditos al sistema bancario y las emisiones netas de bonos del Tesoro— y otro de «factores autónomos», entendiendo esta palabra solo en el sentido de que no están sometidos al control inmediato del Banco de España (1). La división no coincide necesariamente con la que pudiera hacerse entre factores cuya

(1) Conviene señalar que este concepto es distinto del de «activos netos» del Banco de España utilizado en el epígrafe 1 y del de «factores independientes del sistema bancario» empleado en el epígrafe 2.

evolución refleja medidas de política monetaria y factores puramente exógenos, ya que si bien las intervenciones del Banco están, por definición, motivadas por la política monetaria, los «factores autónomos» pueden responder también a ésta en algunos casos. Con todo, sus ventajas expositivas la justifican (1). El gráfico III-7 muestra una notable diferencia entre la evolución de 1972 y la de 1973. Si aquel año se caracterizó por una estabilidad, relativo, del total de «factores autónomos» y, más clara, de la intervenciones de la autoridad monetaria, 1973 destaca por los acusados movimientos de una y otra magnitud. La evolución de 1972 da una impresión engañosa de pasividad de la política monetaria, puesto que en realidad encubre una intensa actuación a través de las emisiones de deuda pública, como habrá ocasión de ver después; pero la de 1973, en que la actuación a través de las emisiones de deuda no ha sido importante, queda reflejada de forma adecuada en el gráfico comentado.

Este pone de relieve los dos hechos más notables de la evolución de 1973. El primero fue la formidable expansión de los factores autónomos en el mes de enero de 1973, que, no compensada por la autoridad monetaria, se tradujo en el incremento extraordinario de los activos líquidos que ya ha sido señalado. El resto de la primera mitad del año transcurrió con una ligera tendencia contractiva de los factores autónomos, por un lado, y con un proceso de intervenciones de la autoridad monetaria de igual signo contractivo, destinado a compensar la evolución del mes de enero. Ninguno de los dos procesos tuvo, sin embargo, fuerza excesiva y el descenso de los activos líquidos que de ahí resultó no llegó a compensar el anormal incremento de enero. El segundo hecho son las fluctuaciones intensas de los factores autónomos en la segunda mitad del año y la notable dinámica de las intervenciones de la autoridad monetaria, con movimientos compensatorios que darían por resultado la ligera tendencia decreciente de los activos líquidos en ese período.

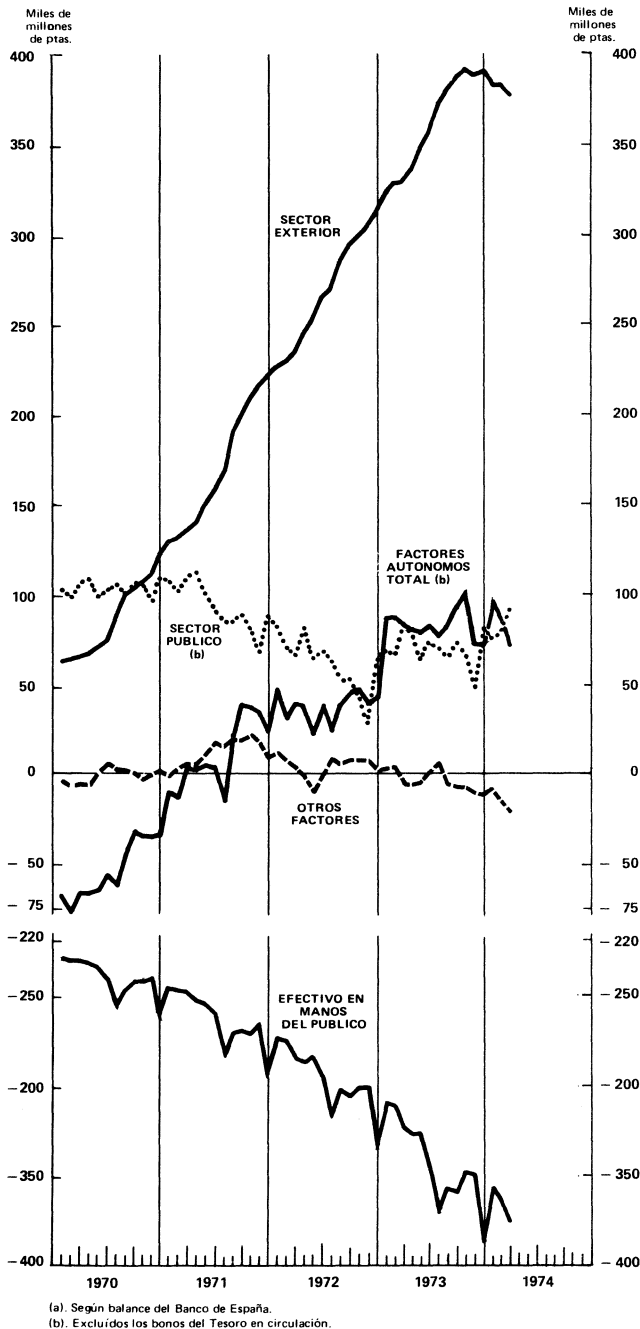
La evolución de los **factores autónomos** —gráfico III-8— se caracteriza por una estacionalidad marcada (2) y es precisamente la del componente «efectivo en manos del público» la que explica en gran parte el anómalo incremento del total y, por consiguiente, de los activos líquidos del sistema bancario en el mes de enero de 1973, afectado de todos modos por otros factores. Del incremento en 44 mil millones, en ese mes, del total de factores autónomos, 25 correspondieron al efectivo en manos del público; 13, al sector exterior —aumento completamente anómalo en esa época del año y reflejo de entradas de capital a corto en unos momentos

(1) Esta agrupación de conceptos bajo la denominación de «autoridad monetaria» difiere algo de la utilizada en el Informe precedente, donde se incluían también en ella las emisiones de deuda pública del Tesoro, utilizadas en parte con fines monetarios. En el presente caso esas emisiones quedan englobadas dentro de los «factores autónomos». Al hablar de éstos, se comentará su posible carácter de medidas de política monetaria, pues, como ya se ha indicado, la clasificación utilizada no excluye el que los «factores autónomos» reflejen en parte el efecto, más o menos directo, de medidas adoptadas por razones monetarias.

(2) Véase un comentario detallado de ésta en el Informe de 1972, página 147.

GRAFICO III-8

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Factores autónomos



de particular inestabilidad de los mercados de cambio—, y 5, al sector público. La evolución en el resto del año respondió a un patrón más homogéneo con el de años precedentes: un efecto contractivo regular, salvo breves expansiones estacionales, del efectivo en manos del público, una relativa estabilidad del endeudamiento neto del sector público y un efecto expansivo intenso del sector exterior. La expansión del total de factores autónomos en los meses de agosto, septiembre y octubre tuvo también un fuerte elemento estacional, a través del sector exterior. Pero a partir de noviembre de 1973 surgió un importante factor diferencial, por la detención del impacto expansivo del sector exterior, que en los primeros meses de 1974 daría paso, por primera vez desde 1970, a una tendencia decreciente. La causa del fenómeno era el deterioro progresivo de la balanza de pagos generado por un proceso continuo de expansión de la economía, fenómeno sobre el que no se insistirá aquí por haber sido comentado ya en otros lugares de este Informe. El tradicional efecto contractivo del sector público en el mes de noviembre no tuvo así compensación y de ahí resultó la fuerte caída del total de factores autónomos que refleja el gráfico III-8.

Es preciso un comentario especial con relación a la evolución del total endeudamiento del sector público en el Banco de España. En el gráfico III-9 se muestra una desagregación del mismo —igual en esencia a la realizada en el Informe precedente, pero presentada de otra manera— que distingue entre el efecto sobre él de sus operaciones corrientes y de sus operaciones de emisión de deuda (excluidos los bonos del Tesoro a corto plazo), distinción que tiene utilidad por cuanto la política financiera del Tesoro tiene, con su opción entre crédito del Banco de España y emisiones, una vertiente monetaria indudable y con esa óptica se utilizó en ciertos momentos de los últimos años.

La desagregación comentada muestra cómo el efecto contractivo del sector público entre mediados de 1971 y mediados de 1972 se debió a una intensa política de emisiones públicas, realizada con objetivos monetarios, en la que no se va a insistir aquí, pues fue suficientemente comentada en el Informe precedente (1). Pero sí cabe destacar cómo, desde mediados de 1972, esa actuación quedó interrumpida, transformándose incluso en un factor ligeramente expansivo del endeudamiento.

(1) Informe de 1972, Capítulo III, epígrafe 3.

GRAFICO III-9
Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Detalle del sector público

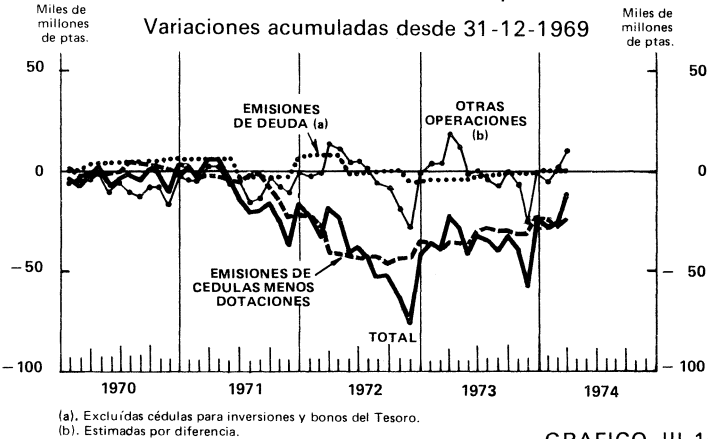
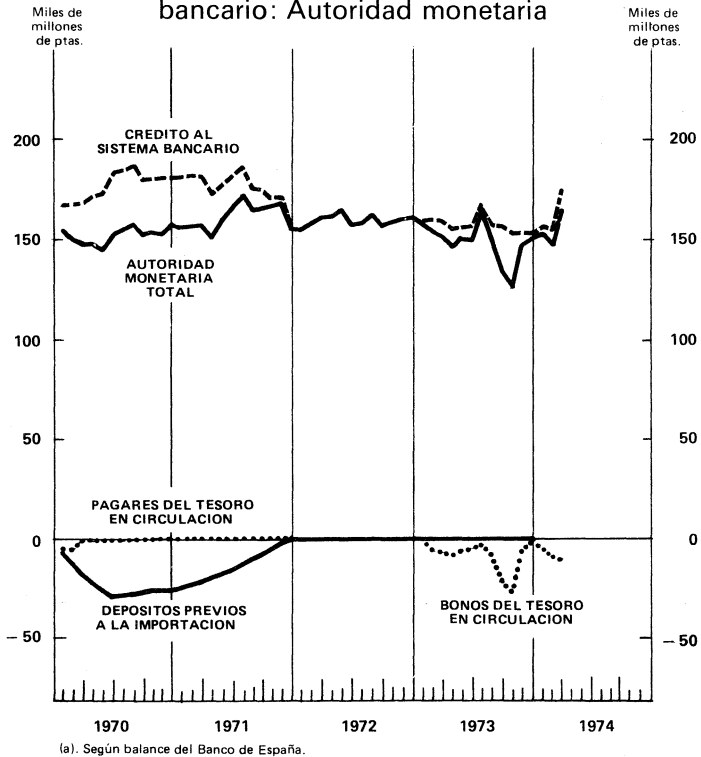


GRAFICO III-10
Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Autoridad monetaria

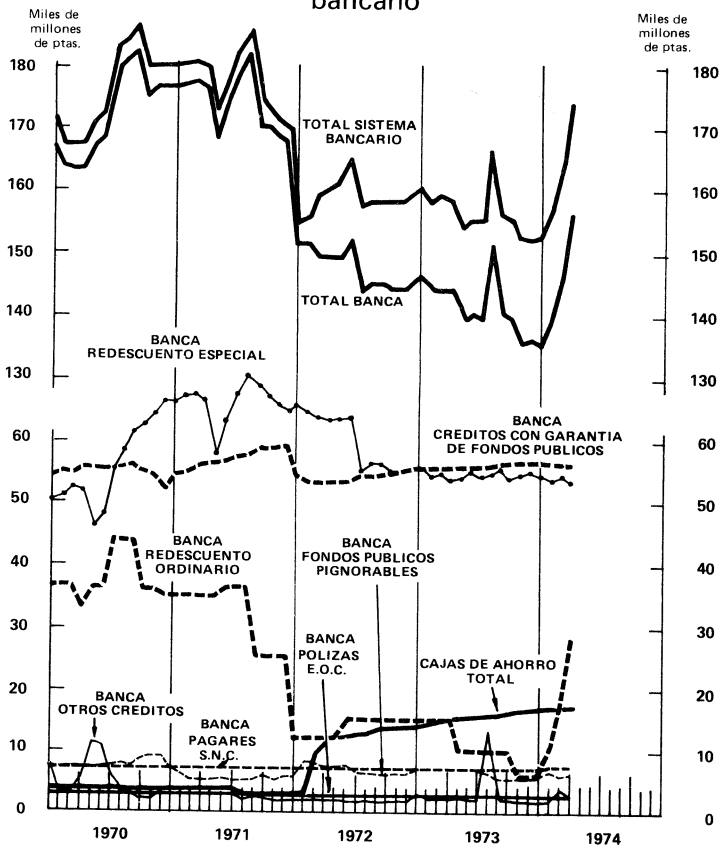


damiento del sector público en el Banco de España, tanto por no haberse realizado desde entonces ninguna emisión de deuda a largo plazo como por haberse pasado a una política de emisión de cédulas acompañada a las necesidades del crédito oficial (1).

El detalle de la actuación de la **autoridad monetaria** se halla recogido en el gráfico III-10, que permite apreciar de modo inmediato tanto una gestión relativamente activa de los créditos del Banco de España al sistema bancario —detallados en el gráfico III-11— como el intenso

papel desempeñado por la colocación en el mercado de bonos del Tesoro, como medio de regulación del nivel de activos líquidos, cuyos principales datos se presentan en el cuadro III-2. De hecho, dada la práctica congelación de diversas modalidades de crédito del Banco de España —créditos con garantía de fondos públicos, redescuento especial (con un ritmo lento de vencimiento de efectos, compensado todavía en 1973 por la realización efectiva de operaciones autorizadas antes de julio de 1971), redescuento de pólizas de entidades oficiales de crédito y de pagarés del S. N. C.—, la actuación del Banco se centró en tres instrumentos: los límites de redescuento ordinario, los créditos personales a corto plazo y los bonos del Tesoro, siendo los dos últimos instrumentos

GRAFICO III-11
Factores explicativos: Límites de crédito al sistema bancario



adecuados para una actuación flexible y a corto plazo y el primero, más bien, un sistema complementario para acciones más decisivas y a mayor plazo. En cuanto a su evolución, la intervención de la autoridad monetaria estuvo condicionada a todo lo largo de 1973 por el anómalo incremento de los activos líquidos en el mes de enero, que, al crear una situación de gran

(1) Véase epígrafe 8 de este Capítulo y Capítulo siguiente.

Bonos del Tesoro

Millones de pesetas

	Saldos a fin de mes				Operaciones mensuales					
	Límite legal	Bonos en poder de entidades	Bonos en poder del Banco de España	Bonos emitidos	Variación neta de los bonos en poder de entidades	Ventas de bonos		Recompras por el Banco de España de bonos en poder de entidades	Amortizaciones de bonos en poder de	
						Nueva emisión	De la cartera del Banco de España		Banco de España	Entidades
	1	2	3	4 = 2 + 3	5 = 6 + 7 - 8 - 10	6	7	8	9	10
1973:										
FEB.	6.000	6.000	—	6.000	6.000	6.000	—	—	—	—
MAR.	10.000	6.350	100	6.450	350	450	990	1.090	—	—
ABR.	10.000	8.185	—	8.185	1.835	1.735	550	450	—	—
MAY.	10.000	5.300	—	5.300	— 2.885	3.115	861	1.161	300	5.700
JUN.	10.000	5.320	575	5.895	20	1.045	1.300	1.875	—	450
JUL.	10.000	2.820	2.575	5.395	— 2.500	1.235	—	2.825	825	910
AGO.	20.000	7.420	875	8.295	4.600	6.015	1.800	1.250	1.150	1.965
SEP.	30.000	22.595	2.310	24.905	15.175	17.755	800	2.360	125	1.020
OCT.	30.000	27.216	2.300	29.516	6.561	13.201	7.130	8.940	3.760	4.830
NOV.	30.000	6.252	12.706	18.958	— 20.965	1.202	—	18.907	8.500	3.260
DIC.	30.000	2.219	9.758	11.977	— 2.047	4.494	3.993	9.292	10.233	1.242
1974:										
ENE.	30.000	5.149	602	5.751	2.830	5.325	985	1.300	9.371	2.180
FEB.	30.000	8.738	612	9.350	4.089	8.776	—	3.937	4.427	750
MAR.	30.000	10.152	2.500	12.652	1.415	12.718	—	4.588	2.700	6.715
ABR.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
MAY.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

holgura al sistema bancario, forzó a que aquélla hubiera de tener un sesgo contractivo en todo el resto del año, como así ocurrió, con mayor o menor intensidad, según los momentos. En la primera mitad de 1973, la actuación de la autoridad monetaria tendente a contrarrestar el aumento de los activos líquidos del mes de enero se plasmó en diversas medidas. En febrero se inician las operaciones de emisión de bonos del Tesoro, operaciones que, por su carácter experimental, no pudieron tener gran peso (1). El cuadro III-2 permite apreciar el desarrollo de estas operaciones en los primeros meses de 1973, cuya magnitud, no despreciable, fue modesta en comparación con las necesidades de absorción de liquidez sentidas en aquellos momentos. El siguiente paso fue una reducción, en el mes de abril, de unos 5.000 millones en los límites del redescuento ordinario. En conjunto, la magnitud de las intervenciones de la autoridad monetaria a lo largo de la primera mitad de 1973 fue netamente insuficiente para compensar la elevación del nivel de activos líquidos del mes de enero. Y si bien la actuación de la autoridad monetaria tuvo en ese período, como después se comentará, otra faceta restrictiva importante, a través de la retención de activos líquidos mediante depósitos obligatorios y una reforma del coeficiente de caja, la escasa magnitud de las intervenciones compensatorias en la primera mitad es un índice de la relativa pasividad de la política monetaria en ese período.

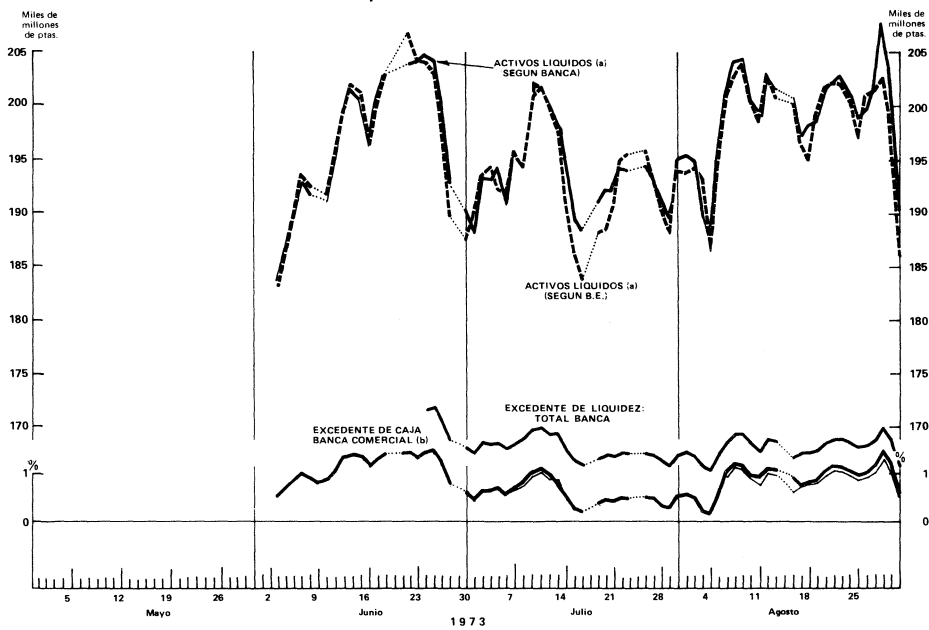
La evolución de la segunda mitad del año fue radicalmente distinta. Se inició en julio por un fuerte aumento de los créditos personales al sistema bancario, paradójico en apariencia, pero destinado a compensar el fuerte descenso de los activos líquidos debido al aumento estacional del efectivo en manos del público —véase gráficos III-10 y III-11— y siguió, a partir de agosto, con una política, mucho más activa que en la primera mitad del año, de colocación de bonos del Tesoro, reforzada, a partir del mes de octubre, por una nueva reducción (4.000 millones) de las líneas de redescuento ordinario. Pero esta actuación de la autoridad monetaria en la segunda mitad del año merece, por razones que enseguida se verán, un comentario más detallado.

Las cifras presentadas hasta aquí no permiten apreciar la verdadera complejidad del papel de la autoridad monetaria. En efecto, el año 1973 se caracterizó por una importante novedad en el terreno del control de los activos líquidos, resultante de una sensible mejora en la información estadística disponible. A partir del nuevo sistema de coeficiente de caja introducido en marzo de 1972 fue posible conocer, con un retraso de alguna importancia, los saldos diarios de depósitos y activos líquidos de las instituciones bancarias y calcular con igual periodicidad sus activos líquidos retenidos por los coeficientes y sus excedentes de liquidez. El Banco de España, por su parte, inició, a partir del mes de junio de 1973, la recogida telegráfica diaria de los datos de sus propias sucursales sobre cifras de activos líquidos de esas instituciones y de crédito del Banco de España a las mismas. A diferencia de los anteriores, estos datos se conocen con menos de veinticuatro horas de retraso. Los gráficos III-12 y III-13 reflejan solo para la banca, con exclusión, pues, de las cajas de ahorros, los aspectos más útiles de esta información: volumen

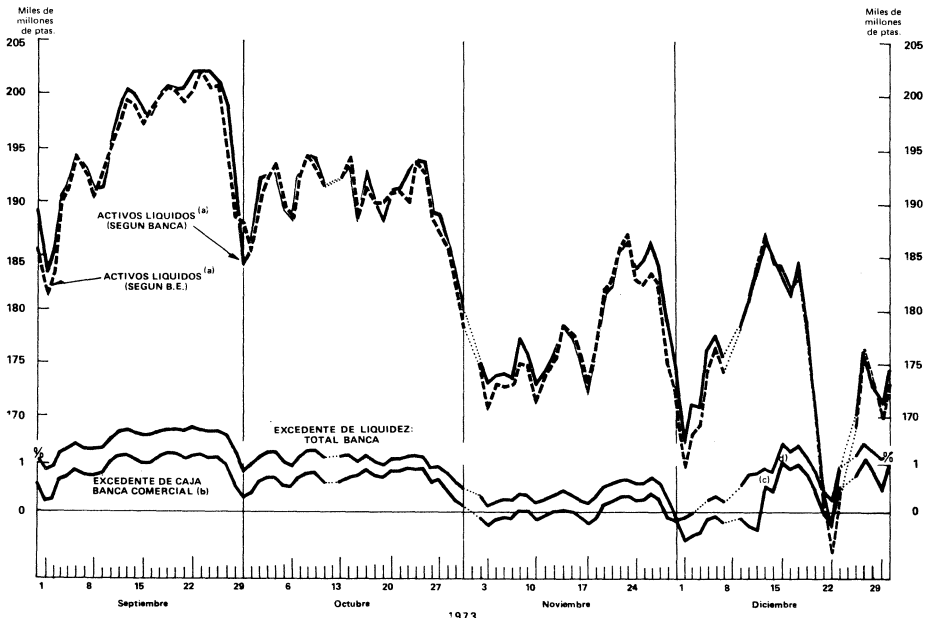
(1) De las experiencias sobre la puesta en marcha de este mecanismo y de las características de su funcionamiento no se hablará aquí, puesto que se comentaron en detalle en el Informe de 1972, páginas 129-134 y 148.

GRAFICO III-12

Liquidez de la banca



(a). Incluye depósitos obligatorios en el Banco de España. (b). Diferencia entre el coeficiente efectivo de caja y el coeficiente legal, imputado a la fecha correspondiente a los activos de caja computables.



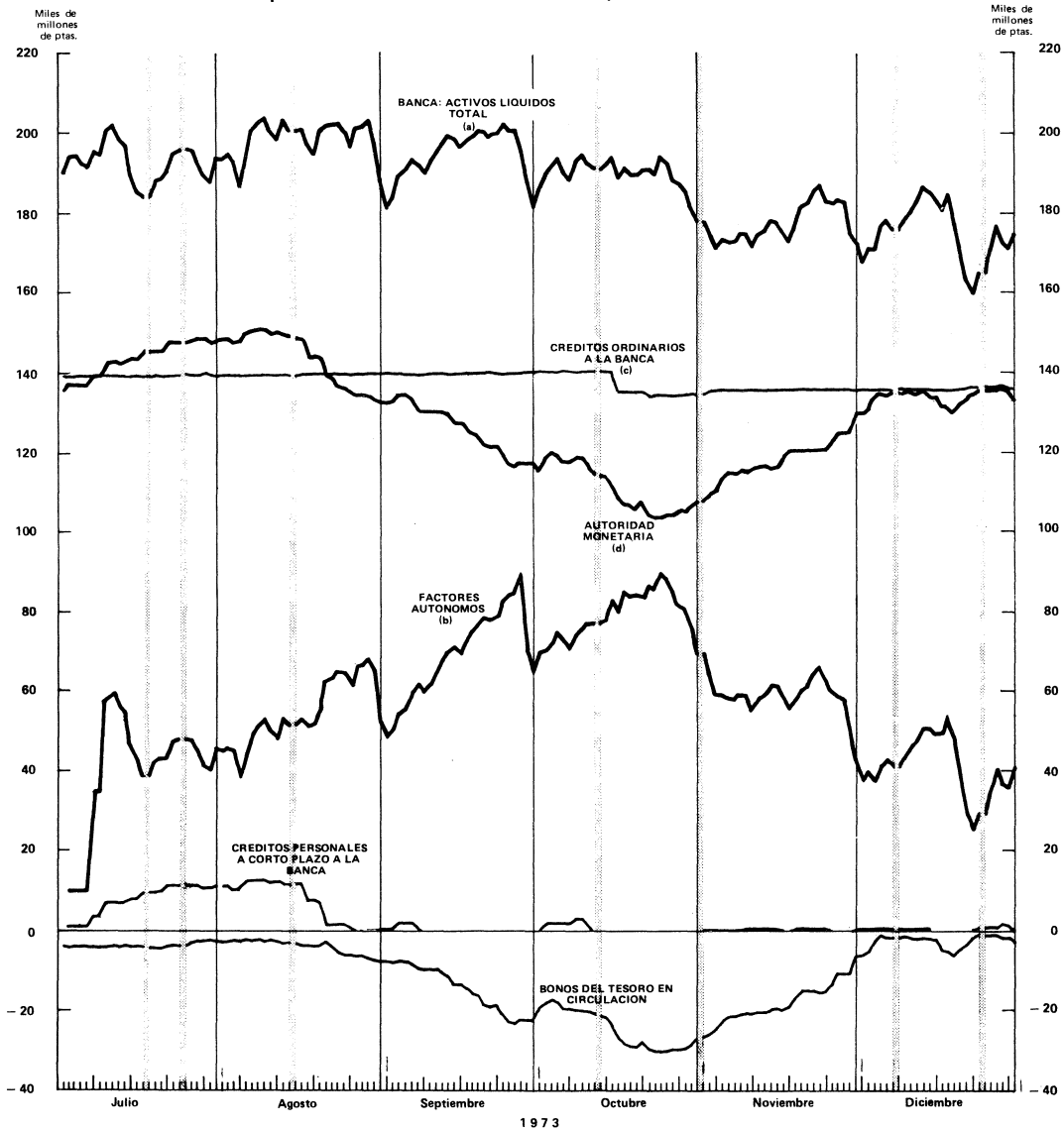
(a). Incluye depósitos obligatorios en el Banco de España. (b). Diferencia entre el coeficiente efectivo de caja y el coeficiente legal, imputado a la fecha correspondiente a los activos de caja computables. (c). Variación en el cómputo del coeficiente legal de caja O.M. 4/XI/73. (d). Reducción del coeficiente legal del 75 % al 675 %.

de activos líquidos de la banca, según datos de ésta y según datos del Banco de España (1), así como algunas cifras sobre los excedentes relativos de liquidez de la banca en su conjunto y de la banca comercial, en el primer caso, y volumen de activos líquidos de la banca (según cifras del Banco de España), intervenciones de la autoridad monetaria, definidas como ya se expuso antes, y factores autónomos, calculados por diferencia, en el segundo caso (2). A esto hay que sumar la información diaria, que el Banco de España recoge telefónicamente de la banca, sobre los tipos de interés del mercado interbancario (véase gráfico III-17). Pero lo importante de todo esto no es tanto la información diaria así recogida como el hecho de que el disponer de ella con bastante rapidez ha llevado a un sensible cambio en los métodos de actuación del Banco de España. Si aquélla en un principio se utilizó como base para decidir las intervenciones del Banco de España en el mercado de bonos del Tesoro, pronto se convirtió en instrumento de validez más general, determinando que la atención tanto del Banco de España como del Ministerio de Hacienda se volcara a un seguimiento más a corto plazo de la evolución general del sistema bancario y a que, en consecuencia, las decisiones de política monetaria se adoptaran con esa óptica. Al margen de los resultados concretos que se hayan conseguido en el corto período en que ha estado en marcha el sistema —de hecho, la utilización efectiva de esa información no se inició hasta el mes de julio—, el cambio es trascendental, puesto que significa un abandono irreversible de los métodos anteriores, que, basados en una información básicamente mensual, con algunos datos complementarios de carácter decenal, todo ello disponible con retrasos apreciables, hacían difícil un proceso de toma de decisiones rápido y flexible.

Desde este momento, las estimaciones que, como guía para la política de control por la autoridad monetaria, venían realizándose sobre el nivel deseable a que debían mantenerse los activos líquidos del sistema para conseguir que el crecimiento de los depósitos del sistema bancario no superara determinadas cotas —estimaciones que se habían hecho regularmente desde la primavera de 1972—, adquirirían una importancia crucial. Incidían en esto no solo las reformas técnicas aludidas, sino la decisión, en julio de 1973, de hacer realidad una política de contención monetaria que, pese a las aspiraciones en ese sentido, no se había llegado a materializar plenamente en los meses precedentes. Sin entrar en un análisis pormenorizado de la evolución que muestran los gráficos III-12 y III-13, resaltan en ellos varios hechos de carácter general que sí será útil comentar, recordando que, aunque los datos se refieren solo a los activos líquidos de la banca, son un reflejo muy completo de los del total del sistema bancario (3).

-
- (1) Las discrepancias son razonablemente pequeñas y se deben a desfases de contabilización. Se han adoptado algunas medidas en las normas de contabilización de la banca, con la finalidad de reducirlas, y sigue en estudio el tema con vistas a precisar las causas y reducirlas aún más. De todos modos, si bien cabe esperar mejoras en este terreno, no será nunca posible eliminar por completo las discrepancias.
 - (2) Estos datos no agotan la información diaria obtenida. Un dato muy importante es la cifra diaria de depósitos de la banca y las cajas de ahorros; pero esta información no será realmente útil hasta dentro de dos o tres años, en que será posible empezar a valorar la estacionalidad propia de estas series, hoy muy poco conocida.
 - (3) Véase gráfico III-6 e Informe de 1972, páginas 153, 154 y 165-67.

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario



(a). Según cifras del Banco de España. Incluidos disponibles computables y no computables en el coeficiente de caja y depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles.
(b). Obtenidos por diferencia entre "Banca: Activos líquidos" y "Autoridad monetaria". Incluyen los activos líquidos en poder de las cajas de ahorro y el crédito del Banco de España a éstas, dos partidas caracterizadas por su gran estabilidad.
(c). Límites de créditos en las modalidades tradicionales de apoyo a la banca: redescuento ordinario y especial, de pólizas E.O.C. y pagarés del S.N.C., créditos con garantía de fondos públicos y fondos públicos no pignados en poder de la banca.
(d). Suma de "Créditos ordinarios a la banca", "Créditos personales a corto plazo a la banca" y "Bonos del Tesoro en circulación".

El primero es la fuerte estacionalidad intramensual de los factores autónomos, debida en su mayor parte a la del efectivo en manos del público (1), hecho que, al no haber sido hasta el

(1) Los «factores autónomos» que muestra el gráfico III-13 están obtenidos por diferencia entre las dos grandes magnitudes, conocidas diariamente, «Activos líquidos de la banca» e «Intervenciones de la autori-

momento plenamente compensado por las intervenciones de la autoridad monetaria, hace que los activos líquidos muestren también una cierta estacionalidad intramensual. Las fuertes salidas de billetes en los días finales del mes se traducen así en que los activos líquidos del sistema bancario experimenten una pronunciada caída a fin de mes. Dado el carácter transitorio del fenómeno, las perturbaciones que pueda provocar a la banca no son probablemente muy grandes; pero, en cambio, sí es evidente que la información disponible hasta ese momento, basada en los datos a fin de mes recogidos en el gráfico III-6, subestima sistemáticamente la situación real de los activos líquidos de la banca, impartiendo así un inevitable sesgo expansivo a cualquier política basada en ellos, dado que la conducta bancaria ha de verse mucho más influida por el nivel medio de sus activos líquidos que por las situaciones a fin de mes.

Dentro de la política seguida por la autoridad monetaria de controlar el nivel de activos líquidos del sistema bancario, como instrumento indirecto de control del crecimiento de los depósitos de éste, es deseable que aquella magnitud evolucione a un ritmo prefijado y de un modo relativamente suave. Al margen del tema de la adecuación de los niveles señalados como objetivo, tema que se comentará después, se ha de considerar aquí el grado de suavidad que es deseable imprimir a la evolución de los activos líquidos, para juzgar debidamente los resultados de la experiencia de 1973, caracterizada por el hecho de que no fue, a pesar de todo, excesivamente suave. El juicio habrá de basarse en una evidencia empírica que, por el momento, es insuficiente, y solo cabe aventurar hipótesis. Parece, sin embargo, probable que las fluctuaciones a muy corto plazo, incluso de alguna intensidad —entre éstas destacan las estacionales de fin de mes—, no tienen efectos muy importantes, con excepción de su impacto sobre los tipos de interés día a día en el mercado interbancario y de eventuales situaciones de incumplimiento del coeficiente de caja por algunas instituciones. Todo hace pensar, que esas irregularidades no inciden básicamente en la conducta expansiva del sistema bancario, que se guiará sobre todo por una tendencia media. Ello no quiere decir que no sea deseable conseguir una estabilidad a corto plazo mayor que la que el Banco de España se ha propuesto hasta el momento y los instrumentos disponibles, demasiado nuevos todavía, hacían posible. Un factor importante relacionado con el tema es el de la amplitud y eficacia del mercado interbancario, como instrumento canalizador de la distribución más eficiente entre las instituciones individuales de los activos líquidos creados por la autoridad monetaria. Cuanto más se desarrolle —y todavía está lejos de haber realizado en grado importante todas sus posibilidades— y más se haya manifestado una lógica tendencia por las instituciones en él operantes a estabilizar con

dad monetaria» (crédito al sistema bancario más bonos en circulación). El detalle diario de los componentes de los factores autónomos se desconoce, con tres excepciones importantes, sobre las que sí existen datos diarios: el nivel de reservas internacionales, las cuentas del Tesoro y de organismos autónomos y los billetes en circulación. Se trata de los componentes más importantes de los «factores autónomos», pero resultan insuficientes para explicar muchas fluctuaciones a corto plazo de esta magnitud. La cifra aquí utilizada de «factores autónomos» incluye los activos líquidos de las cajas de ahorros, hecho que, dada la gran estabilidad de éstos, no influye en el perfil de aquéllos, pero explica que su nivel sea algo más bajo que el que aparece en el cuadro III-1 y en los gráficos III-7 y III-8.

su concurso sus niveles de activos líquidos, más conveniente será que la autoridad monetaria evite las fluctuaciones a corto plazo del total de esa magnitud. En todo caso aboga por esa tesis el hecho de que cuanto más suave sea la evolución de dicha magnitud, más fácil será para el sistema bancario detectar la tendencia general de la misma y más rápida y eficaz será su respuesta a la política perseguida por las autoridades.

La regulación diaria de los activos líquidos ha llevado, por otro lado, a destacar la importancia de los instrumentos de acción a corto plazo que la posibilitan. Los bonos del Tesoro y los créditos personales a corto plazo a la banca son los dos cauces adecuados, ya disponibles, y la experiencia del segundo semestre de 1973, recogida en el gráfico III-13, muestra que ha sido posible utilizarlas flexiblemente.

El mecanismo de los bonos operó a lo largo de 1973 en el marco institucional que ya se describió en el Informe anterior (1) y que experimentó solo pequeños cambios. Entre éstos destaca el alza progresiva de los tipos de interés, en abril, junio y julio —gráfico III-18—, que llegó a situarlos, para la mayor parte del segundo semestre, en que permanecieron muy estables, al nivel del 7,30 por 100 para el tipo vendedor a un mes y al 7,80 por 100 para el tipo comprador a tres meses, que constituyen los límites inferior y superior de todos los tipos practicados. El convencimiento de que el diferencial entre el tipo comprador y vendedor tenía que ser sustancial para estimular las transacciones interbancarias en bonos, llevó a la renuncia a este objetivo y a la reducción del diferencial entre tipo vendedor y comprador a 0,10 puntos porcentuales, en diciembre, y a 0,05 puntos, en enero de 1974, con el fin de conseguir el objetivo, contrapuesto al anterior, de aumentar la rentabilidad de los bonos revendidos a muy corto plazo, objetivo deseable para aumentar el atractivo de ese instrumento como inversión a corto plazo y permitir una regulación más a corto de los activos líquidos (2). La emisión de bonos a un mes se inició en agosto y, tendiendo a concentrarse en ellos todas las transacciones, se llegó, ya en 1974, a la suspensión de las emisiones a tres meses, al observarse que la emisión de bonos a plazos distintos planteaba, dada la política de recompra practicada, distorsiones indeseables en la estructura de rentabilidades de los bonos. Finalmente es de destacar que a lo largo del año fuera ampliándose el número de instituciones que operaban en el mercado de bonos (3).

(1) Informe de 1972, páginas 129-34.

(2) Dados unos tipos de interés vendedor y comprador fijos, siendo el segundo superior al primero, la rentabilidad del bono solo es igual al primero si se mantiene hasta el vencimiento. En caso de reventa, la rentabilidad queda definida por una curva exponencial creciente, que tiene por límite superior el primer tipo al vencimiento del bono, pero que parte de valores muy bajos, o incluso negativos, en el caso de reventa del bono al día siguiente de su compra. La reducción del diferencial entre el tipo vendedor y comprador permite aumentar sensiblemente la rentabilidad de los bonos retenidos durante muy pocos días.

(3) Hasta finales de junio de 1973 solo habían actuado en él 17 bancos, 5 cajas de ahorros, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorros, 1 fondo de inversión y 1 sociedad de inversión. A finales de 1973 habían intervenido ya 21 bancos, 6 cajas de ahorros, incluida la Confederación, 4 fondos, 16 sociedades de inversión y 1 sociedad de capitalización. Esta tendencia proseguía en 1974, en que, además, se dio entrada a las compañías de seguros (véase, sobre este último punto, el epígrafe 8).

En cuanto a los créditos personales a la banca, 1973 aportó también novedades. El Banco de España venía practicando desde hace muchos años la concesión de créditos personales a la banca, pero éstos habían tenido siempre un carácter muy excepcional, bien para atender problemas especiales transitorios de instituciones concretas, bien para resolver en alguna ocasión las dificultades estacionales de liquidez típicas del mes de julio y, en menor medida, de diciembre, por las masivas retiradas de billetes. En 1973 empezaron a utilizarse esas operaciones de modo más sistemático, como instrumentos de regulación de los activos líquidos del sistema bancario. El fenómeno se inició con el otorgamiento de un volumen masivo de esas operaciones en julio, por las ya conocidas razones estacionales; pero prosiguió, en pequeña escala, a lo largo del resto del año y, con más intensidad ya, en 1974 (véase Capítulo V), utilizándose la regulación tanto de la concesión como de la cancelación de tales operaciones para influir en el volumen total de activos líquidos. Técnicamente, esas operaciones se instrumentaron como préstamos que debían ser retirados en su integridad en el momento de su concesión —por tanto, sin «disponibles»—, a plazos variables entre muy pocos días y un mes y a costes que implicaban tipos de interés variables, también según los momentos, y, en general, algo por encima de los vigentes en el mercado interbancario. Tales operaciones las realizó el Banco de España con una notable discrecionalidad, por lo que se refiere a su total volumen, en comparación con las formas tradicionales de crédito al sistema bancario, pero ello no quiere decir que no estuvieran abiertas a todas las instituciones bancarias. En los primeros momentos fueron pocos los bancos que hicieron uso de ese esquema, pero poco a poco, sobre todo ya en 1974, el número de las que lo habían utilizado fue en aumento.

La utilización conjunta en muchos momentos de los dos mecanismos descritos —véase gráfico III-13— puede parecer contradictoria, puesto que si el de los bonos está destinado básicamente a absorber liquidez, el de los créditos personales está destinado a crearla. Pero si, en líneas generales, debe predominar uno u otro, y así ocurrió en realidad, no puede excluirse su utilización conjunta, pues, al margen de transitorias coincidencias por no haber vencido operaciones previas, es la falta de fluidez del mercado interbancario la que obliga en muchos momentos a que el Banco de España opere en sentido contrario con unas u otras instituciones. En todo caso, lo importante no es esto, sino que el volumen global de las intervenciones del Banco sea el apropiado.

Pasando ya a las intervenciones de la autoridad monetaria, el punto de partida lo constituye la firmeza y claridad con que en los meses de julio y agosto se formuló el objetivo de obtener una desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas del 28 por 100 aproximadamente en vigor durante la primera mitad del año a un 20 por 100 aproximadamente a final de año. El nivel de activos líquidos del mes de julio, en una situación de bajos excedentes de liquidez en la banca —véase gráficos III-12 y III-16—, hacía que fuera necesario inyectar solo pequeños incrementos mensuales de activos líquidos hasta fin de año para conseguir ese objetivo. Esa es la política que se prosiguió, con bastante éxito, hasta mediados de octubre de 1973. La preocupación del Gobierno por las alzas de precios, coincidiendo con tasas bastante fuertes de expansión del crédito bancario —en sí, compatibles con la desaceleración que estaba

teniendo lugar con los depósitos (véase epígrafe 3)—, llevaron a una reformulación de los objetivos de la política monetaria, para imprimirle un sesgo más restrictivo, tendente a anticipar el logro de los objetivos señalados para final del año. La reducción a mediados de octubre de las líneas de redescuento ordinario en unos 5.000 millones marca el inicio de esta nueva fase, que iba a proseguir hasta el mes de diciembre. El gráfico III-13 muestra que, paradójicamente, la intervención de la autoridad monetaria fue más bien expansiva a partir de entonces, pero esto hay que contraponerlo a una inversión de la tendencia general de los factores autónomos, que, justo en esos momentos, pasó a ser contractiva. La insuficiente compensación de ésta, conscientemente practicada por el Banco de España, explica que el nivel medio de los activos líquidos del sistema bancario acusara un fuerte descenso en los últimos meses del año. Estas cifras de activos líquidos hubieran llevado a una rápida detención del proceso de expansión bancaria, de mantenerse por mucho tiempo, y la evidencia de ello es la que llevó a restablecer, a principios de 1974, la continuidad con los objetivos propuestos a mediados de 1973 y a permitir que los activos líquidos recuperaran el nivel que les hubiera correspondido en ausencia de este período restrictivo. Pero de este tema, que corresponde ya a 1974, se hablará en el Capítulo final de este Informe.

La experiencia de 1973, compleja por las especiales circunstancias en que se desarrolló, entraña lecciones bastante útiles. La primera es que, con instrumentos adecuados, es posible controlar con razonable precisión el volumen de activos líquidos, hecho muy positivo cuando la eficacia de todo el planteamiento del control monetario a partir de esa magnitud ha quedado también confirmada, como después se verá. La segunda es que las perfecciones posibles en las técnicas de control de aquella magnitud carecen de sentido sin una formulación clara y debidamente cuantificada de los objetivos a perseguir, que permita a su vez señalar objetivos, precisamente cuantificados, respecto a la evolución de los activos líquidos que se desea controlar. Finalmente, y aunque el tema corresponde más bien a otra parte de este Capítulo, una tercera conclusión es que no es conveniente que el nivel de activos líquidos, dejando aparte transitorias fluctuaciones, experimente cambios de nivel bruscos, que solo pueden llevar a situaciones de excesiva fluidez o de crisis en el sistema bancario, desorientando a éste y alterando sus respuestas normales, con el consiguiente perjuicio de la eficacia de la acción de la autoridad monetaria. En otros términos, si la política monetaria no debe ser más que gradual y progresiva, esto se aplica ante todo al control del nivel de los activos líquidos del sistema bancario, donde los excesos en uno u otro sentido están llamados a provocar excesos en sentido contrario y a mermar la efectividad global de la política perseguida.

5. La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja y los depósitos obligatorios.

La acción reguladora por la autoridad monetaria del volumen de activos líquidos del sistema bancario disponible para sustentar la expansión de éste no termina con el simple control del nivel de aquéllos descrito en el epígrafe anterior. Las necesidades de activos líquidos por parte

del sistema bancario, en efecto, no están condicionadas solo por el ritmo de expansión de sus depósitos, sino también por la exigencia legal de mantener un volumen mínimo de aquéllos en proporción a éstos. La manipulación por la autoridad monetaria de esos niveles mínimos constituye así una segunda e importante faceta de su actuación reguladora, concretada en nuestro caso con el coeficiente de caja, por un lado, y en los depósitos obligatorios exigidos como contrapartida de los pasivos en pesetas convertibles, por otro. En este terreno, la actuación de la autoridad monetaria a lo largo de 1973 tuvo dos momentos distintos: uno, de signo restrictivo, en el mes de marzo, y otro, de signo expansivo, en el de diciembre.

La actuación restrictiva de los primeros meses de 1973, que formaba parte de la acción global encaminada a contrarrestar el fuerte aumento de los activos líquidos en el mes de enero, fue descrita en detalle en el Informe precedente (1), por lo que aquí bastará recordar sus líneas generales. En materia de coeficiente de caja, la Orden Ministerial de 1 de marzo de 1973 sustituyó el método anterior, de exigencia del coeficiente como media de las cifras de seis días del mes, por la exigencia de su cumplimiento diario. Esto implicaba un notable endurecimiento de esta norma y equivalía de hecho a una elevación del coeficiente, difícil de cuantificar, pero que debía aproximarse a un punto porcentual. Inmediatamente después, la Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973 —tras otra disposición de 6 de febrero de 1973, cuyos efectos no tuvieron tiempo de materializarse— aportó un sensible incremento de los depósitos obligatorios exigidos en contrapartida de los pasivos en pesetas convertibles. Se extendía la exigencia de constituir depósitos obligatorios por el 100 por 100 de los incrementos de todos estos saldos— antes solo era el 50 por 100 para los pasivos a más de tres meses—, se incluía en esta norma a las cajas de ahorros y, lo más importante, se aplicaba a una parte importante de los saldos existentes. Así se produjo, en el mes de marzo de 1973, una retención extraordinaria de unos 6.000 millones por este concepto.

El resto del año transcurrió sin nuevas normas al respecto y el proceso de retención de activos líquidos fue procediendo de un modo automático, al ritmo de aumento de los pasivos que lo condicionaban. Este fue muy fuerte en los depósitos que servían de base al coeficiente de caja, como ya se vio en el epígrafe 3, y muy escaso en el de los pasivos en pesetas convertibles, de modo que el coeficiente de caja fue en realidad el instrumento efectivo de retención. La detención del crecimiento de los pasivos en pesetas convertibles era, por lo demás, el efecto precisamente buscado, pues la finalidad básica de los depósitos obligatorios no era aumentar las retenciones de liquidez —exceptuando la retención extraordinaria del mes de marzo—, sino cerrar la posibilidad de que la banca pudiera aumentar su liquidez endeudándose por ese conducto en el extranjero.

Las medidas siguientes surgieron a finales de año, tras la fase de descenso de los activos líquidos iniciada a mediados de octubre de 1973 y proseguida hasta final de año, que se describió

(1) Informe de 1972, páginas 153-157.

CUADRO III-3

Activos líquidos y excedentes de liquidez del sistema bancario

Miles de millones de pesetas

VARIACIONES NETAS	1971	1972	1973	1972				1973				1974
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	
I. Activos líquidos del sistema bancario según Banco de España	59,0	24,3	18,8	20,6	— 5,4	9,2	— 0,2	30,8	— 2,9	— 5,6	— 3,4	14,6
Ajuste (a)	1,7	— 0,3	— 1,6	0,1	1,4	— 3,9	2,0	— 1,1	0,1	1,3	— 1,9	0,5
II. Activos líquidos del sistema bancario según éste (III + IV)	60,6	24,0	17,3	20,7	— 4,1	5,3	2,1	29,7	— 2,8	— 4,5	— 5,1	15,1
Banca	59,3	— 5,4	8,5	— 1,7	— 7,5	6,0	— 2,2	29,0	— 5,1	— 5,9	— 9,6	15,3
Cajas	1,3	29,4	8,8	22,4	3,4	— 0,7	4,3	0,7	2,3	1,4	— 4,5	— 0,2
III. Autoridad monetaria: retención de activos líquidos	33,5	51,3	32,3	21,3	7,0	8,8	14,2	12,7	14,4	9,0	— 3,8	19,4
Banca:												
Coeficiente de caja	20,9	25,0	13,8	0,9	5,9	6,3	11,9	4,4	8,9	7,3	— 6,8	19,0
Depósitos obligatorios	1,9	0,9	10,5	0,1	— 0,2	0,7	0,3	6,9	3,7	— 0,7	0,5	— 1,4
Cajas:												
Coeficiente de caja	10,7	25,4	7,9	20,3	1,3	1,8	2,0	1,4	1,7	2,4	2,5	1,8
Depósitos obligatorios	—	—	0,1	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—
IV. Excedente de liquidez del sistema bancario (II-III)	27,2	— 27,3	— 15,0	— 0,6	— 11,1	— 3,5	— 12,1	17,0	— 17,2	— 13,5	— 1,3	— 4,3
Banca	36,5	— 31,3	— 15,7	— 2,7	— 13,2	— 1,0	— 14,4	17,7	— 17,6	— 12,5	— 3,3	— 2,3
Cajas	— 9,3	4,0	0,7	2,1	2,1	— 2,5	2,3	— 0,7	0,4	— 1,0	2,0	— 2,0
Excedentes de liquidez del sistema bancario. Saldos a fin de período	60,8	33,5	18,5	60,3	48,0	45,7	33,5	50,5	33,3	19,9	18,5	14,2

(a) Diferencia entre datos según balances del Banco de España y balances de la banca privada y cajas de ahorros, debida principalmente a partidas en curso.

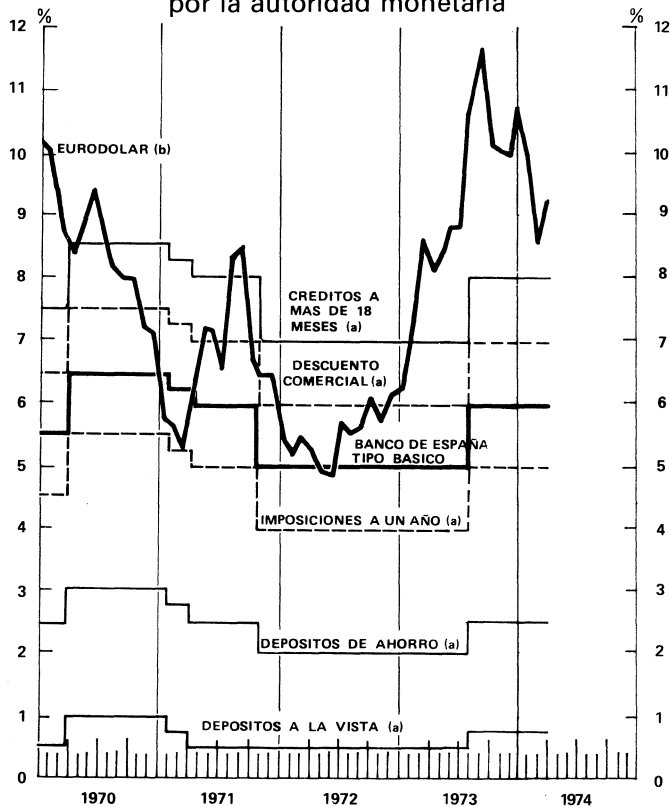
FUENTE: Balances de la banca privada y de las cajas de ahorro.

en el epígrafe precedente. La evidencia de que esta actuación creaba una situación difícil a la banca aconsejó aprovechar el momento para introducir una deseable reforma técnica del coeficiente y, por Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973, se excluyó de los pasivos computables en la banca los depósitos en ésta de las cajas de ahorros. El efecto de la medida puede resumirse en su equivalencia a una reducción del coeficiente en unos 0,25 puntos porcentuales en la banca comercial y en unos 0,50 puntos en la industrial (1). Dadas las tensiones de liquidez previsible, como resultado de los movimientos estacionales del efectivo, a final de año, el Banco de España autorizó además una reducción transitoria del coeficiente de caja, solo para los bancos comerciales, del 7,50 por 100 al 6,75 por 100 desde el 13 de diciembre de 1973 hasta el 10 de enero de 1974. Ya en el año 1974 se adoptaron nuevas medidas al respecto,

cuyo análisis se pospone al Capítulo final de este Informe.

GRAFICO III-14

Principales tipos de interés a corto plazo regulados por la autoridad monetaria



(a). Tipos máximos aplicables por la banca y las cajas de ahorro.

(b). Depósitos a tres meses en Londres. Media mensual de cifras de los viernes (Fuente: Financial Times). Se recoge aquí como al más representativo de los tipos de interés extranjeros.

Introduciendo ahora estos elementos en el análisis del epígrafe anterior, la conclusión es que la actuación de la autoridad monetaria fue algo más restrictiva, en marzo de 1973, y algo más expansiva, en diciembre de 1973, de lo que podía deducirse de la mera consideración del volumen de activos líquidos creados.

6. La política de tipos de interés.

En materia de tipos de interés, la principal medida del año fue la elevación, por Orden Ministerial de 26 de julio de 1973, del tipo básico del Banco de España en un punto, del 5 al 6 por 100 —gráfico III-14—, con movimientos paralelos de casi todos los restantes tipos de

(1) Véase una exposición más detallada de estos cálculos y un comentario más extenso de la medida en el epígrafe 8 de este Capítulo.

interés controlados, excepto los de los depósitos de ahorro, aumentados en 0,5 puntos, y a la vista, elevados en solo 0,25 (1). La medida destaca, en el plano psicológico, por ser indicativa del inicio de una fase en que la política monetaria entraba en línea netamente más restrictiva y, en el plano institucional, por contener implícitamente una derogación de la libertad de tipos de interés antes existente para los depósitos a más de dos años en los bancos industriales. En el terreno coyuntural, por el contrario, su importancia fue relativamente menor.

Dada la vinculación entre el tipo básico y otros muchos tipos de interés de mercado, la medida, como todas las análogas de los últimos años, tiene efectos, que conviene distinguir, en dos planos completamente distintos: el de las operaciones del sistema bancario con el público, por un lado, y el de las operaciones del Banco de España con el sistema bancario, por otro. En ambos casos ocurre que, siendo el objetivo principal perseguido en los últimos años por la autoridad monetaria el control del volumen de las disponibilidades líquidas, con un control implícito sobre varios otros flujos financieros, no cabe que los tipos de interés, variables dependientes de aquéllos, puedan ser también objetivos en sí mismos, por el riesgo de incongruencias que derivarán de la fijación independiente de ambos. En cuanto a los tipos de las operaciones entre el público y el sistema bancario, la consecuencia es que la única actitud coherente con los objetivos generales hoy perseguidos por la política monetaria es la de una aceptación pasiva del nivel a que en cada momento se sitúen, determinado por el grado de expansión monetaria, las expectativas de evolución de los precios y la intensidad de la demanda en general, y, por lo tanto, el único régimen compatible es el de libertad en su fijación. En cuanto a las operaciones entre el Banco de España y el sistema bancario la cosa es distinta, puesto que si no cabe fijarlos como objetivos, sí cabe controlarlos como medio instrumental para lograr que el volumen de las operaciones entre el Banco de España y el sistema bancario por ellos afectadas alcance los niveles deseados por aquél, que es el verdadero objetivo instrumental perseguido.

A salvo de algunos casos, los tipos de interés de las operaciones del sistema bancario con el público no responden al esquema antes apuntado y, en general, están controlados por la autoridad monetaria y estrechamente vinculados al tipo básico del Banco de España. Además, este control se incrementó, en julio de 1973, por la ya aludida supresión de la libertad de fijación de los tipos de interés de los depósitos a más de dos años (2). Otra característica de los tipos controlados es que estén sistemáticamente por debajo, a mayor o menor distancia, de los que prevalecerían en un mercado libre. En esas condiciones, la política practicada por las autoridades en materia de modificación de los tipos controlados está llamada a ser poco relevante, puesto que casi inevitablemente consistirá en una ratificación oficial, más o menos retrasada, de la evolución de los tipos de interés libres, evolución determinada por las propias acciones de la política monetaria en

(1) Véase una exposición más detallada de la medida y de sus repercusiones sobre los diversos tipos de interés en el epígrafe 8.

(2) Esta se comenta con detalle en el epígrafe 8 de este Capítulo.

otros terrenos. Esta es precisamente la característica de la elevación general de tipos del mes de julio de 1973, que no hacía más que situar los tipos de interés controlados más en línea con las condiciones generales que prevalecían en los mercados financieros tanto interiores como exteriores. En el interior, el mercado interbancario a tres meses estaba netamente por encima del tipo básico del Banco de España desde hacía bastantes meses —gráfico III-17—, mientras que los tipos de interés exteriores —véase gráficos III-14 y I-3— habían experimentado incremento fortísimo a principios de 1973 y se situaban a gran distancia por encima de los tipos españoles. Si los nuevos tipos de interés eran más acordes a las condiciones generales de los mercados financieros, no es de presumir que alteraran básicamente la demanda de los instrumentos financieros por ellos afectados. Una posible excepción, que se analizará mejor en el Capítulo siguiente, es que, al alterar la estructura de los tipos de interés de los depósitos bancarios en contra de los depósitos a la vista, contribuyera a que la desaceleración de la oferta monetaria en la segunda mitad de 1973 fuera más rápida que la de las disponibilidades líquidas —gráfico III-1—, fenómeno que, en todo caso, es dudoso tuviera gran trascendencia económica. No parece muy probable, por lo demás, que el encarecimiento de la financiación bancaria de ahí resultante moderara la demanda de crédito, ni que la mayor remuneración de los depósitos constituyera, en un contexto intensamente inflacionista, un freno para el aumento del gasto, todo lo cual hace pensar que el impacto de la medida sobre el proceso de expansión monetaria y sobre la demanda global no pasó de modesto. Por otro lado, la propia acción de las autoridades monetarias iba a hacer que en los meses siguientes el distanciamiento entre los tipos libres y los tipos controlados aumentara de nuevo por el rápido incremento de los primeros —gráfico III-17—, como se verá en el epígrafe 7, por lo que es probable que pronto se perdiera la virtualidad del alza de los tipos controlados. Algo parecido ocurría con los tipos exteriores, que experimentaron una fuerte elevación por las mismas fechas en que se elevaba en España el tipo básico. En cuanto al posible impacto psicológico de la medida, no cabe dudar de él, pero sí es difícil valorarlo, sobre todo porque el mercado venía descontándola desde hacía varios meses.

Pasando ahora al terreno de las operaciones entre el Banco de España y el sistema bancario, donde los tipos de interés controlados por aquél son verdaderos instrumentos de política monetaria, los efectos de la medida comentada fueron pequeños, tanto porque los tipos interbancarios se encontraban ya por encima de los nuevos tipos, como por el hecho del escaso alcance de la medida. Algunas modalidades de crédito del Banco de España al sistema bancario —redescuento de pólizas de E. O. C. y pagarés del S. N. C.— no tienen sus tipos ligados al tipo básico y no se modificaron; otras eran operaciones a largo plazo a extinguir —redescuento especial—, que quedaban excluidas de la medida; y de las modalidades afectadas, redescuento ordinario y pignoración, la primera era escasamente importante y la segunda se viene caracterizando en los últimos años por un nivel de disposición prácticamente nulo (1).

(1) Sobre las razones de ello, véase Informe de 1972, páginas 160-62.

Dos excepciones hay que hacer, sin embargo, a lo anterior, relativas a otros tipos de interés no vinculados al tipo básico, pero que experimentaron cambios a lo largo de 1973. La primera se refiere al tipo de interés, determinado por el Banco de España, de los bonos del Tesoro. Como ya se indicó, éste había sido incrementado en abril de 1973 y se elevó de nuevo en julio —gráfico III-17—, situándose en todos los casos por encima del tipo básico y a un nivel que, sin ser excesivo, resultó bastante para atraer una demanda de bonos por parte de las instituciones bancarias en consonancia con los objetivos perseguidos al respecto. El otro caso es el de los créditos personales a la banca, otorgados de forma intermitente en la segunda mitad de 1973, para los cuales se fijaron costes netamente más elevados y alineados con los del mercado interbancario. Ninguna de las dos experiencias puede considerarse como definitiva, dada la importancia relativamente escasa de uno y otro mercado. Sin embargo, es importante, como síntoma, el que las dos clases de operaciones que sirven para una regulación flexible de los activos líquidos del sistema bancario se hayan podido desarrollar, dentro de un marco de tipos controlados por la autoridad, a niveles más realistas y con una flexibilidad mayor que el tipo básico. Se trata de una evolución positiva que es de desear llegue a consolidarse en el futuro y a hacerse extensiva a las formas clásicas de financiación del sistema bancario por el Banco de España.

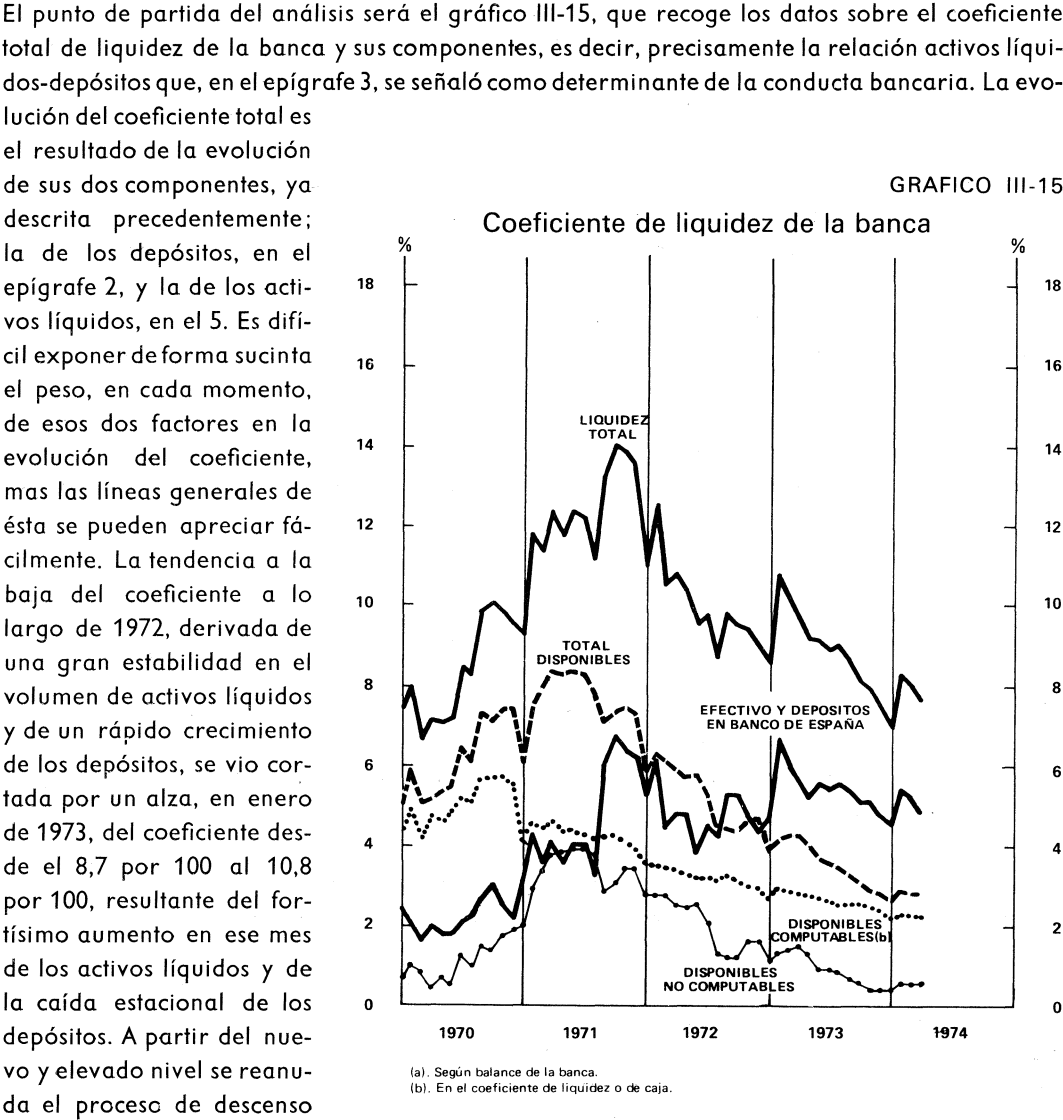
7. La demanda bancaria de excedentes de liquidez y el proceso de expansión.

Descritas ya todas las piezas que componen el proceso de expansión del sistema bancario, procede establecer ahora los nexos entre ellas, en la búsqueda de relaciones causales que, si no se podrán precisar en exceso, no dejan de ser bastante claras. En el curso de ese análisis surgirá el tema de la evolución de los tipos de interés no sometidos a control.

Siguiendo el procedimiento aplicado en el Informe precedente, el análisis se desarrollará mediante una comparación del proceso de expansión del sistema bancario en su conjunto y la liquidez de una sola de sus piezas, la banca privada. Este planteamiento tiene inconvenientes muy pequeños, dado que los excedentes de liquidez se acumulan sistemáticamente en la banca privada, por operar las cajas de ahorros prácticamente sin excedentes (1), y dado también, aunque esto no es tan sistemático, que la evolución de los depósitos de las cajas de ahorros difiere poco de la de los depósitos de la banca. El análisis resulta así más sencillo y tiene la ventaja de reflejar mejor la forma como en realidad opera el Banco de España al instrumentar la política monetaria (2).

(1) Sobre este punto, véase Informe de 1972, páginas 165-67.

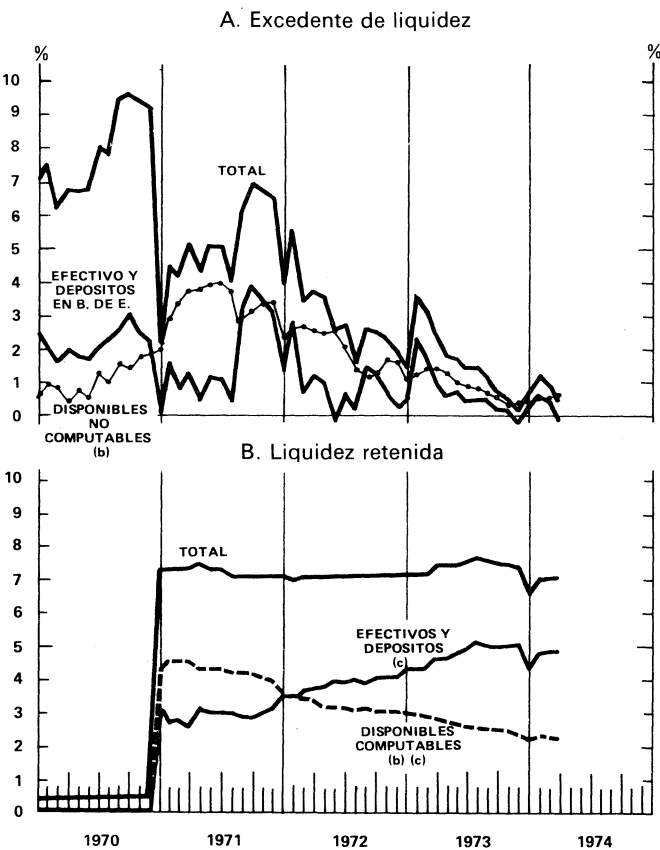
(2) Siguiendo un criterio rigurosamente lógico, caben dos formas de analizar el proceso de expansión del sistema bancario. Una es globalmente, elaborando estadísticas sobre la posición de liquidez del conjunto del sistema bancario. Si no se sigue este procedimiento es por la falta de las estadísticas adecuadas, que podrían ciertamente elaborarse. La razón principal de que no existan es que, por el momento, no está claro que las ventajas del procedimiento compensen el esfuerzo material, las peculiares dificultades estadísticas que surgirán y, sobre todo, el inconveniente de englobar dos grupos de instituciones —banca



y cajas— cuyas conductas distan de ser semejantes. Alternativamente, el proceso de expansión podría estudiarse analizando separadamente cada una de sus piezas. Eso implicaría añadir a los factores considerados hasta aquí un tercer elemento, que serían los flujos financieros que discurren entre los diversos grupos de instituciones, entre los que destacan el de las cajas de ahorros hacia la banca y el de ésta hacia el crédito oficial. Para un análisis del proceso de expansión en su conjunto, destinado a explicar la evolución de una magnitud global como las disponibilidades líquidas, ese planteamiento resulta excesivamente complejo, si bien por la importancia del tema se hablará de esa desagregación en el Capítulo siguiente. En suma, el planteamiento propuesto en el texto es un compromiso entre esas dos alternativas, basado en sus ventajas prácticas y en el escaso margen de error que introduce.

que, con variable intensidad, iba a caracterizar todo el resto del año. En los primeros meses del año, la caída es relativamente rápida, producto de una disminución más intensa de los activos líquidos y de un crecimiento particularmente rápido de los depósitos. Este prosigue en el segundo trimestre del año, pero la ligera tendencia al alza de los activos líquidos hace que la caída del coeficiente se modere. Desde mediados de año, la disminución del coeficiente es de nuevo muy rápida, resultado del aumento de los depósitos a tasas que, aunque cada vez más bajas, siguen siendo elevadas y de la sistemática disminución de los activos líquidos, particularmente en el último trimestre del año. Se alcanza así un mínimo del 7,1 por 100 a finales de año, que deja paso, en los primeros meses de 1974, a una situación más holgada. Un hecho importante, sin embargo, es que las cifras relativamente bajas de finales de 1972, superadas por la evolución de enero de 1973, no vuelven a alcanzarse hasta mediados de este año.

GRAFICO III-16
Coeficiente de liquidez de la banca: Liquidez retenida y excedente de liquidez (a)



(a). Según balance de la banca.
(b). En el coeficiente de liquidez o de caja.
(c). Hasta noviembre de 1970 inclusive toda la liquidez retenida estuvo prácticamente cubierta con disponibles computables.

La evolución anterior dice poco por sí misma, puesto que no es el total de liquidez el que determina la conducta de la banca, sino los excedentes de ésta por encima de un nivel mínimo. Este tiene dos componentes: uno derivado de la exigencia legal de unos mínimos y otro del deseo de mantener, por diversas razones precautorias, unos saldos mínimos adicionales a los legalmente requeridos. El primer componente es relativamente fácil de analizar; el segundo entraña, en cambio, los más delicados problemas de todo el proceso de control de la expansión del sistema bancario.

En el gráfico III-16 se ha dividido el coeficiente de liquidez total entre la parte exigida por normas legales —coeficiente de caja y depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles— o «liquidez retenida» y la diferencia hasta el total o «exce-

dente de liquidez». Las cifras relativas a la «liquidez retenida» muestran, en forma de porcentajes sobre depósitos de la banca, el efecto de las medidas descritas en el epígrafe 5. Las cifras acusan el aumento, en marzo, de los depósitos obligatorios allí comentado, otras pequeñas fluctuaciones a lo largo del año, por cambios en esos mismos depósitos derivados de las fluctuaciones de los pasivos en pesetas convertibles y, ya en diciembre, las dos reducciones sucesivas del coeficiente: la primera, por eliminación de los depósitos de las cajas de ahorros en la banca de entre los pasivos computables, y la segunda, de carácter transitorio. La evolución recogida en el gráfico es, empero, poco fiel, puesto que no refleja la modificación, en marzo de 1973, del sistema de cómputo del coeficiente, equivalente, de hecho, a una elevación, difícil de cuantificar, del coeficiente (1).

En conjunto, sin embargo, el porcentaje de liquidez retenida permaneció a lo largo de todo el año a un nivel bastante estable. En cuanto a la composición de esta liquidez retenida, prosiguió sistemáticamente —gráfico III-16.B— la pérdida de importancia de los disponibles computables y el peso creciente del efectivo y depósitos, fenómeno solo alterado en cuanto al último componente por los cambios en el total de liquidez retenida. Se trata de un fenómeno totalmente previsible y que proseguirá, sin duda, en años ulteriores. Por haberse analizado extensamente en Informes precedentes (2), resulta innecesario insistir aquí en las razones del mismo.

Las cifras de excedentes de liquidez —gráfico III-16.A— requieren dos observaciones. Una, simple consecuencia de lo ya señalado en la página 144, es que toda la serie de coeficientes de liquidez y, en consecuencia, de excedentes de liquidez, referida a datos a fin de mes, coincide con las posiciones mínimas de cada mes y subestima el nivel medio mensual de los excedentes. Si se comparan las cifras del gráfico III-16.A con las cifras diarias que figuran en el gráfico III-12, se verá claramente esa subestimación, que no es despreciable y, por desgracia, tampoco es sistemática. La segunda observación se refiere a los cambios en los métodos de cómputo de la liquidez retenida introducidos en marzo de 1973 y febrero de 1974. Los excedentes calculados para el período marzo 1973-febrero 1974 son los correctos, pero no es así para el período anterior y posterior, donde los excedentes se han calculado por diferencia con el coeficiente legal, cuando éste no era aplicable a cada una de las fechas de cálculo, sino para un promedio de fechas. En otros términos, existe una exageración de la liquidez retenida y una subestimación de los excedentes. Esta no es fácil de cuantificar, pero es ciertamente mayor para el período anterior a marzo de 1973 que para el período posterior a febrero de 1974 (3). Ambos fenómenos han de tenerse en cuenta a la hora de interpretar el impacto de los excedentes observados sobre la conducta de la banca.

(1) Estrictamente, las cifras de liquidez retenida a partir de marzo de 1973 son correctas y son las anteriores, las que están sobrestimadas.

(2) Informe de 1972, páginas 160-65.

(3) Esta observación es válida también para las cifras diarias del gráfico III-12, aunque en este caso es obvio que los errores de unos días se compensan con errores de signo contrario en otros días.

Dada la relativa estabilidad de la liquidez retenida a lo largo de 1973, los excedentes de liquidez reflejan bastante fielmente el perfil general del coeficiente de liquidez total ya comentado. Tras el proceso de erosión, relativamente rápido en la segunda mitad de 1972, que los había colocado a un nivel bastante bajo, el mes de enero supone una ruptura importantísima, con la elevación de los excedentes a un nivel de casi el 4 por 100, cifra que no se había alcanzado desde la primavera de 1972. Las acciones emprendidas a partir de entonces en la regulación de los activos y en la retención de los mismos, unidas al rápido crecimiento de los depósitos, hacen que los excedentes se erosionen rápidamente, particularmente en el mes de marzo, sin que, sin embargo, se vuelva a alcanzar el nivel de diciembre hasta mediados de 1973. Es probable, sin embargo, que ese nivel se alcanzara algo antes, si se tiene en cuenta la posible subestimación de los excedentes con anterioridad a marzo de 1973. Para el análisis de la segunda mitad de 1973 es preferible dirigir la atención al gráfico III-12, donde figuran cifras diarias de esa magnitud. El tercer trimestre del año se inició con excedentes ya muy moderados y se caracterizó por una relativa estabilidad de los mismos, coincidiendo con la fase en que se planeó y, en buena medida se realizó, una regulación estricta de los activos líquidos, que comportó una tendencia que, si en las cifras a fin de mes parece a la baja, considerando su nivel medio es estable, para sostener un crecimiento de los depósitos a tasas elevadas, pero decrecientes. El trimestre final del año tiene un perfil muy diferente, ya que se inicia con una política tendente a reducir de forma apreciable el nivel de activos líquidos del sistema. Los excedentes de liquidez se reducen ya en el mes de octubre, para llegar a un nivel muy bajo —incluso negativo en varias fechas, reflejando así incumplimientos del coeficiente— desde principios de noviembre hasta mediados de diciembre. En esta fecha se produce un importante alivio en la situación, por el cambio del sistema de cómputo del coeficiente de caja y su ulterior reducción transitoria, con lo que, salvando un breve período de tensiones por las retiradas de efectivo estacionales de diciembre —pagas extraordinarias y Navidades—, termina este episodio restrictivo y se inicia una fase, prolongada durante todo el primer trimestre de 1974, más similar al tercer trimestre de 1973.

Una observación final sobre la evolución de los excedentes se refiere a su composición, tal como resulta del gráfico III-16.A (1). En el Informe precedente (2) se avanzó como hipótesis un posible efecto diferencial entre el excedente de liquidez total —efectivo y depósitos (activos computables en el coeficiente de caja) y disponibles no computables— y el excedente estricto de activos computables en el coeficiente, por existir varias razones que hacían pensar que la banca tendía a mantener una política de mucha cautela en el empleo de créditos cuyo margen no utilizado no es computable en el coeficiente de caja. De este modo, parecía que el agotamiento del excedente de activos computables no daba lugar necesariamente a la conversión de los disponibles no computables en activos computables para proseguir la expansión de sus operaciones, sino más bien a la detención de éstas. La evolución de 1973 no ha confirmado

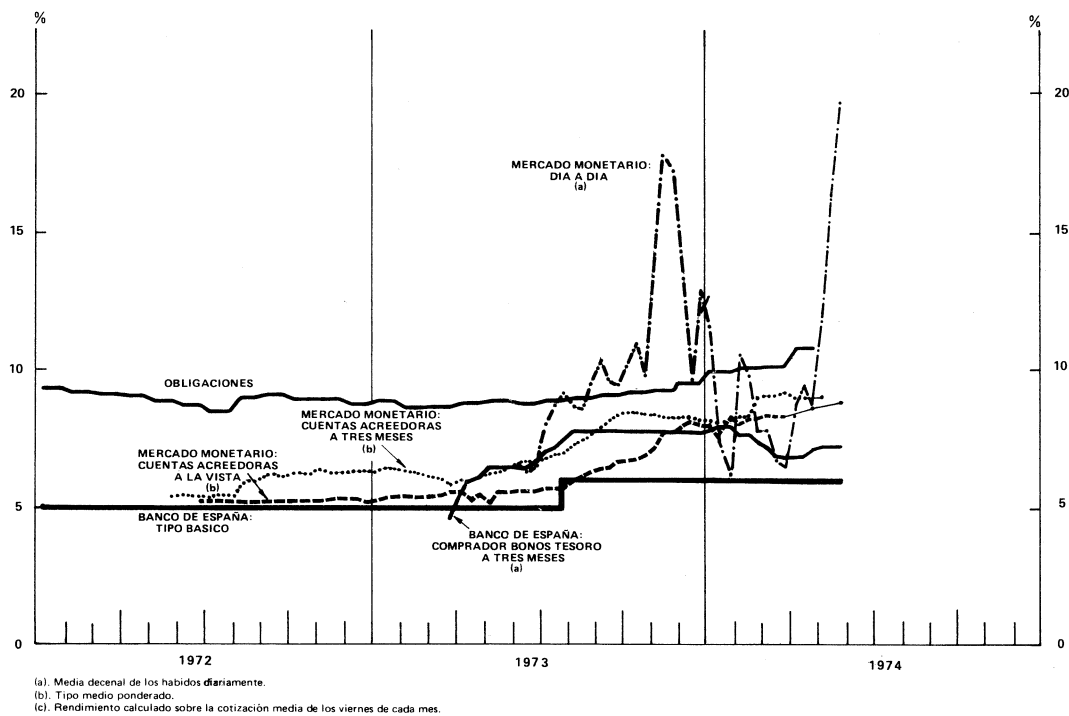
(1) La comparación, en el gráfico III-12, de las curvas «excedentes de liquidez del total de la banca» y «excedente de caja de la banca comercial» refleja en esencia los mismos fenómenos, si bien aquí existe una diferencia adicional relacionada con la exclusión del segundo concepto de la banca industrial.

(2) Informe de 1972, páginas 165 y 170.

excesivamente esta tesis, sin que por ello se pueda considerar invalidada, puesto que las diferentes circunstancias de uno y otro año pueden explicar la diferencia. Ante unos excedentes relativamente bajos a partir del segundo trimestre del año y una demanda de financiación por parte del público más intensa que en 1972, la banca empezó a disponer de esos créditos para transformar los disponibles no computables en efectivo y depósitos computables, de donde el peso cada vez menor de esos disponibles en el total de la liquidez. El proceso —al que contribuyó la reducción en octubre de los límites de redescuento ordinario— fue tan sistemático que, a finales de año, los disponibles no computables no representaban más que un 0,5 por 100 aproximadamente dentro del total coeficiente de liquidez, situación que no se había dado desde los momentos de gran tensión en el sistema bancario en 1970. El excedente de liquidez total y el excedente de activos computables fueron, en consecuencia, aproximándose y el proceso habría conducido finalmente a la igualación de ambos, de no ser por la política de aumento de los límites de redescuento ordinario reanudada en 1974. En todo caso este proceso es un valioso

Tipos de interés

GRAFICO III-17



indicador adicional del grado de presión a que se vio sometida la banca, sobre todo en la segunda mitad del año 1973.

Antes de relacionar todos los hechos con el proceso de expansión resta por presentar un elemento que, sin ser causa de los procesos que se analizan, sino más bien efecto de los mismos,

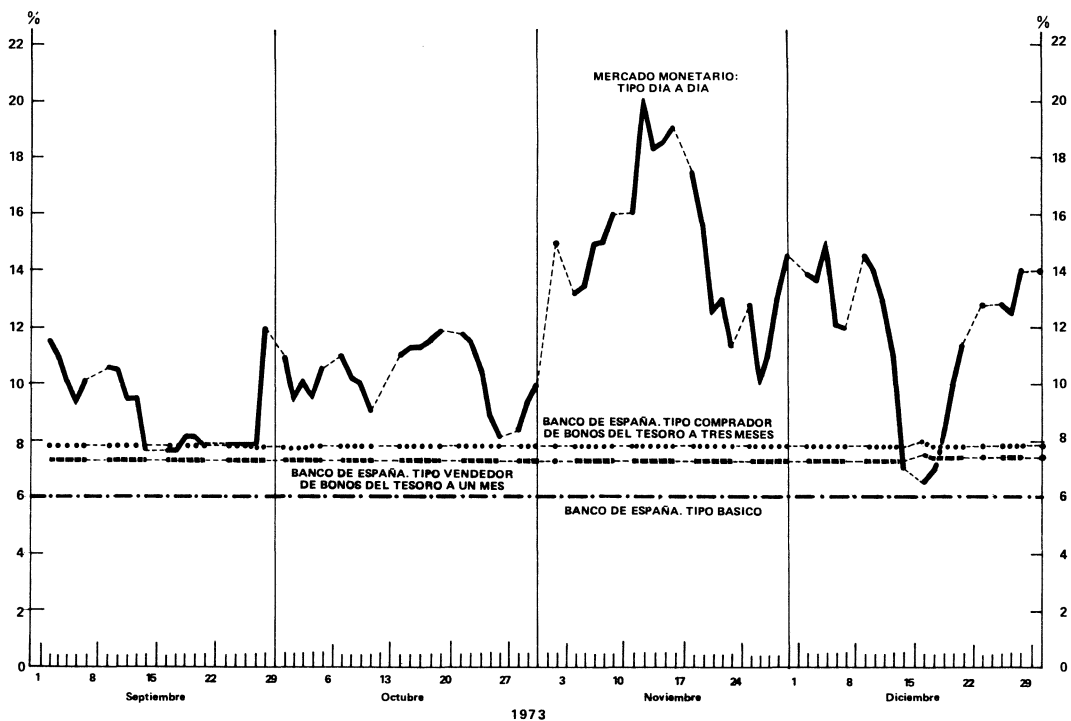
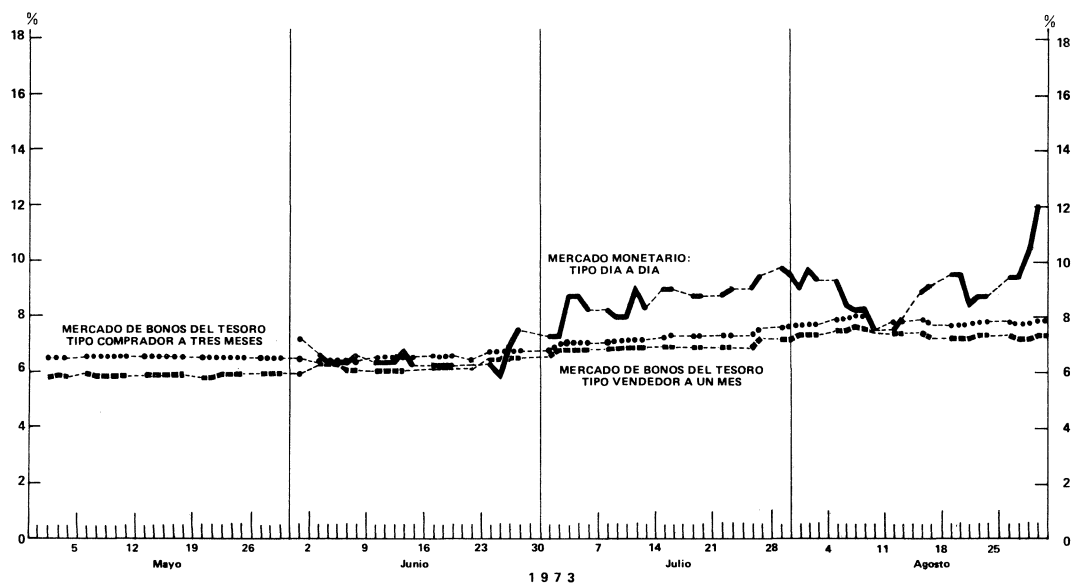
es una importante guía para juzgar la situación financiera en cada momento. Se trata, por supuesto, de los tipos de interés del mercado interbancario, no sujetos a control por la autoridad monetaria. A diferencia de los tipos de interés correspondientes a operaciones entre el sistema bancario y el público, donde el vigente sistema de control impide conocer la verdadera evolución, existe desde hace poco tiempo una información relativamente amplia y detallada sobre los del mercado interbancario, que si todavía no alcanza toda la perfección deseable (1), cumple perfectamente los fines aquí perseguidos. En el gráfico III-17 se reflejan los principales indicadores disponibles, con datos en la mayoría de los casos decenales, mientras que en el gráfico III-18 se detalla la evolución diaria del tipo de interés en las operaciones día a día del mercado interbancario. Aunque la serie disponible en este último caso sea muy breve, se trata de uno de los indicadores más fiables e interesantes, por responder a un mercado relativamente activo y bien conocido.

La evolución de estos tipos se caracteriza por una relativa estabilidad desde mediados de 1972 a mediados de 1973, para iniciarse entonces un gradual proceso de incremento, que alcanza su culminación, especialmente en lo referente a los tipos más a corto plazo, en el mes de noviembre, iniciándose entonces una flexión a la baja, dentro, sin embargo, de una tónica de tipos relativamente elevados, muy superiores, por supuesto, a cualesquiera de los tipos aplicables a operaciones bancarias de igual plazo con tipos de interés controlados. Una característica esencial de estos tipos, particularmente del tipo día a día, en su correlación inversa con el nivel de los excedentes de liquidez. Una comparación, para los tipos día a día, entre los datos del gráfico III-12 y los del gráfico III-18 lo pone inmediatamente de relieve. Pero esta simple relación no ofrece una explicación satisfactoria de los tipos. Para encontrarla hay que entrar ya en el tema de la relación entre el proceso de expansión de los «activos netos» del sistema bancario y la posición de liquidez de éste. Por supuesto, el nivel de expansión monetaria y de los «activos netos» del sistema influirá poderosamente en el nivel de los tipos de interés de equilibrio de las operaciones entre el público y el sistema bancario. Lógicamente, este efecto se trasladará a los tipos de interés del mercado interbancario. Pero éste acusará ciertamente otra clase de fenómenos, y concretamente los desfases que se produzcan entre la posición de liquidez deseada y la efectivamente vigente, todo ello relacionado con el proceso de expansión de los «activos netos» del sistema.

El punto central del análisis lo constituye el hecho de que el proceso de expansión de los «activos netos» del sistema bancario tiene una inercia considerable. Un primer factor de **inercia** lo constituye, naturalmente, la debilidad de la demanda de financiación por parte del

(1) Desde el mes de abril de 1974 se ha modificado todo el plan de recogida de estadísticas sobre el mercado interbancario y las series de que se dispondrá en el futuro serán netamente mejores que las obtenidas hasta el presente.

Tipos de interés



público —o más correctamente, la oferta de «activos netos» al sistema bancario—. Pero aun cuando esto no ocurra, como efectivamente es el caso al menos en los años 1972 y 1973, existen otros factores de inercia propios del sistema bancario. El tema es muy importante, porque de él depende en gran medida el éxito de la política proseguida. Esas inercias cabe situarlas a dos niveles distintos. Uno se refiere a la apreciación por parte de las instituciones bancarias de la tendencia seguida por el nivel de los activos líquidos. Día a día, y sobre todo a nivel de instituciones individuales, éstos pueden fluctuar intensamente, con toda clase de interferencias estacionales. Lógicamente, las instituciones bancarias no pueden dejarse influir por esas variaciones a muy corto plazo y tienden a guiar su política en materia de expansión de su activo por cambios más sistemáticos y persistentes. Pero no es fácil que las instituciones puedan percibirse a corto plazo de los cambios de tendencia, sobre todo cuando el control diario incipiente por el Banco de España ha creado una situación ambigua, en el sentido de que tienden a eliminarse patrones estacionales que se manifestaban en el pasado con más o menos automaticidad y eran conocidos por la banca y no se ha llegado, en cambio, a unos criterios rígidos de regulación conocidos de antemano por ésta. El otro nivel aludido se refiere al hecho de que, supuesto que las instituciones bancarias han detectado, o creen haber detectado, una determinada tendencia y deciden actuar en consecuencia, el proceso de expansión de los «activos netos» no se acomoda fácilmente a los deseos de las instituciones en cuestión. Esto viene determinado por muchos factores, pero, entre los más importantes, cabe citar el hecho de que la banca española se caracteriza por extensas redes de sucursales, con los consiguientes problemas de efectividad de la aplicación de las directrices centrales a nivel local; el hecho de que existan modalidades de crédito, con límites pactados de antemano, en cuyo grado de disposición no se puede influir a corto plazo; el hecho de que el descuento comercial se base con frecuencia en el señalamiento de unos «riesgos», no contractuales pero, muchas veces, conocidos por los clientes, que dificultan el control del nivel efectivo del descuento, etc. Todos estos problemas pueden ser bastante graves a nivel de instituciones individuales y constituyen una de las cuestiones que las instituciones bancarias españolas tendrán que considerar seriamente. En efecto, como se indicó en el epígrafe 3, en un sistema en que se mantenga un control estricto del crecimiento de los depósitos del sistema bancario, los «activos netos» de éste se verán sometidos a fluctuaciones de cierta intensidad y en períodos cortos y las instituciones que no estén en condiciones de regular de ese modo la expansión de sus «activos netos» se verán sometidas a serias dificultades de tesorería, con los consiguientes costes. Pero, por el momento, y a nivel global, el hecho es que esos factores de inercia siguen operando.

En esas condiciones, los tipos de interés del mercado interbancario reflejarán no solo la tendencia general de los tipos predominante en los mercados financieros, sino además los desfases adicionales que se produzcan por los desajustes entre la posición de liquidez deseada y la que resulte de un proceso de expansión de los «activos netos» que, a su vez, determina el nivel de depósitos e influye en las necesidades de liquidez y que, por el momento, no responde con toda la rapidez deseable a los cambios en las variables en las que el sistema bancario

no puede influir: activos líquidos y financiación recibida del Banco de España. Estos desfases explican dos cosas: que el nivel de excedentes pueda experimentar fluctuaciones de duración o intensidad mayor que las a muy corto plazo, sin un efecto inmediato sobre el proceso de expansión, y que, en la misma medida en que ello ocurra, los tipos de interés a muy corto plazo del mercado interbancario puedan sufrir variaciones de gran intensidad. Solo cuando el proceso de expansión se haya acomodado al nivel de liquidez deseado se restablecerá la posición de excedentes deseable y los tipos de interés interbancarios volverán a reflejar la tendencia general de los tipos vigentes en otros mercados financieros.

Con todos los elementos de juicio expuestos hasta el presente, cabe intentar ya una explicación del proceso de expansión del sistema bancario tal cual transcurrió a lo largo de 1973. Dirigiendo de nuevo la atención al gráfico III-4.B, la aceleración a lo largo del primer trimestre de 1973 del ritmo de crecimiento de los «activos netos» del sistema es un reflejo claro de la evolución de los excedentes de liquidez analizada más arriba. La paulatina disminución de esos excedentes en la segunda mitad de 1972 había contenido el proceso de expansión de esa magnitud a un nivel elevado (22 por 100, aproximadamente), pero estable. El aumento de los excedentes en el mes de enero, y la persistencia de un nivel elevado de los mismos en los meses inmediatos siguientes, a pesar de las diversas acciones emprendidas para reducirlos, permitieron que el sistema bancario, ante una demanda de financiación muy intensa, respondiera con la comentada aceleración del crecimiento de sus «activos netos». Esto explica probablemente que los tipos de interés interbancarios, que lógicamente hubieran debido disminuir en ese período por la situación de liquidez existente y el elevado ritmo de crecimiento de los depósitos, no manifestaran apenas esa tendencia. Cabe también avanzar, como explicación posible, pero menos segura, del fenómeno, el hecho de que, dada la subestimación estadística de los excedentes del año 1972 de que ya se hizo mención, la situación de la segunda mitad del mismo, aunque crecientemente difícil, no hubiera llegado a ser a finales de año todo lo intensa que parecería a primera vista. La gran estabilidad de los tipos interbancarios durante toda la segunda mitad de 1972 hace posible, al menos, esa explicación. La persistencia del rápido crecimiento de los activos rentables en el segundo y tercer trimestres del año 1973 es un resultado uniforme de dos causas totalmente distintas. A lo largo del segundo trimestre de 1973 los excedentes se encontraban a un nivel relativamente bajo, pero apreciable todavía. De hecho la capacidad de expansión del sistema no estaba bloqueada y fue simplemente la demanda de financiación la que permitió esa expansión de los activos bancarios, muy intensa, a pesar de que ya por entonces eran evidentes los esfuerzos de determinadas entidades por frenar su ritmo de expansión y la conciencia de que el fenómeno no podría proseguir. En conjunto, el proceso de expansión del sistema bancario a lo largo del primer semestre del año se ha de considerar como determinado básicamente por la demanda de financiación del público, con una respuesta pasiva del sistema bancario, al no existir un límite inmediato a esa capacidad expansiva por el insuficiente control de ese proceso. Las acciones de la autoridad monetaria tendieron a frenarlo, y ciertamente contribuyeron a impedir que fuera mucho más expansivo de lo que resultó, pero, en definitiva, el margen de respuesta del sistema bancario no había quedado suficientemente controlado.

El segundo semestre tuvo una tónica muy distinta. Como ya se señaló, los excedentes de liquidez fueron sistemáticamente pequeños desde mediados de año, lo que indica que la capacidad de expansión no era muy superior a la expansión efectivamente alcanzada. El problema es difícil de juzgar, puesto que no es posible saber con certeza qué parte de esos excedentes respondía a deseos de la banca y qué parte eran propiamente «excedentes indeseados», que son los que propiamente podían suscitar las posibilidades de expansión. Ciertamente los mínimos deseados no estaban muy lejos de los efectivos, pues de otro modo no se explicaría la rápida respuesta del sistema bancario a la situación del último trimestre del año.

El tercer trimestre del año discurre en circunstancias paradójicas, con un ritmo de crecimiento de los depósitos del sistema bancario en rápida desaceleración y, en cambio, con un ritmo de aumento de sus activos rentables tan sostenido y elevado como en meses anteriores. El gráfico III-2.B ofrece la explicación del fenómeno, por tratarse un período en que la desaceleración de los depósitos está produciéndose ya por la vía de lo que antes se denominaron «factores independientes del sistema bancario». En esencia, el aumento de los créditos del Banco de España al sistema bancario en los meses de julio y agosto, unido a una gran estabilidad de los activos líquidos, permitió que los «activos netos del sistema bancario» mantuvieran su rápido crecimiento. Las tensiones de liquidez se habían ido agudizando, sin embargo, como reflejan los tipos de interés interbancarios, con una tendencia alcista en todo ese trimestre.

El cuarto trimestre del año refleja una situación totalmente distinta. La política de control de los activos líquidos impone necesariamente un menor ritmo de crecimiento a los depósitos del sistema bancario, la contribución al crecimiento de éstos por parte de los «factores independientes» se hace negativa —reducción del nivel de activos líquidos y mantenimiento del crédito del Banco de España— y el resultado no puede ser otro que una intensa desaceleración del crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario. Desde el punto de vista de la posición de liquidez, esto se manifiesta en las fuertes tensiones del mes de octubre y sobre todo de noviembre y primera mitad de diciembre, que fuerzan a la banca a una fuerte restricción de sus operaciones, y, en otro plano, en la espectacular alza de los tipos de interés del mercado interbancario día a día, que llegan a alcanzar cotas inusitadamente elevadas, particularmente en el mes de noviembre, en los momentos en que la caída de los activos líquidos va muy por delante de la contención por la banca del proceso de expansión.

Para terminar este epígrafe, queda una observación importante por hacer y es la de que la experiencia reciente ha demostrado que, cuando menos en una coyuntura en la que la demanda de crédito por parte del sector privado es intensa, como, en efecto, ha ocurrido en los años 1972-73, el control de la expansión del sistema bancario por la vía indirecta del control de los activos líquidos es viable y efectivo. Obsérvese que, a efectos de esta conclusión, lo de menos es el grado de control efectivo de los activos líquidos y lo importante es, en cambio, la dependencia del proceso de expansión del nivel de los activos líquidos, sea cual sea la forma en que

éste se haya alcanzado. En cuatro ocasiones, por lo menos —mediados de 1972, finales de 1972, mediados de 1973 y noviembre de 1973—, por no mencionar la experiencia más reciente de mayo de 1974, el proceso de expansión del sistema bancario ha acusado la dificultad o imposibilidad de proseguir su ritmo precedente, debido a la escasez o ausencia de unos excedentes de liquidez en que apoyarse. No es casualidad tampoco que este efecto haya sido tanto más intenso cuanto menores eran los excedentes. La experiencia de noviembre de 1973 fue así la más intensa, mientras que, en comparación, el efecto de la situación a finales de 1972 fue quizás el menos perceptible.

Esta conclusión requiere, sin embargo, algunas matizaciones. Como ya se ha señalado repetidamente, el principal problema de esta política es la dificultad de apreciar exactamente, en cada momento, el nivel real de los excedentes, determinado no tanto por el nivel de los activos líquidos en poder del sistema bancario como por el nivel mínimo deseado por éste, que puede verse afectado por una gran variedad de circunstancias no fácilmente previsibles. Quiere esto decir, que cualquier pretensión de controlar por este procedimiento el nivel día a día o incluso mes a mes del proceso de expansión está llamado al fracaso. En efecto, la política seguida tiene un margen de error y la única forma de hacer frente al problema es admitiéndolo e introduciendo en el mecanismo de control rectificaciones a corto plazo que, visto el error en una dirección, tiendan a compensarlo con una actuación en sentido contrario. Idealmente, el mecanismo vigente debería permitir un control adecuado a nivel trimestral o, si se quiere, un control eficaz de la expansión del sistema bancario, tal como se reflejaría en medias móviles trimestrales de sus magnitudes. Una mayor experiencia con el sistema quizás permitiría mejorar esos resultados, pero, por el momento, sería ilusorio pretenderlo. Aunque a primera vista esto puede parecer desalentador, en realidad no se trata de un verdadero problema, si se admite la idea de que, excluyendo restricciones a niveles realmente críticos, no puede esperarse que la política monetaria sea efectiva a plazos tan cortos como un mes. Todas las ideas hoy vigentes al respecto tienden, por el contrario, a señalar plazos de eficacia para la política monetaria relativamente largos, entre los que el plazo trimestral es más bien un mínimo que un máximo. En otros términos, la política monetaria ha de crear unas condiciones generales más o menos permisivas o restrictivas, pero no puede ni debe pretender influir a muy corto plazo en la economía. Quizás en una economía como la española, con una dependencia fuerte del sector privado respecto a la financiación bancaria, esta idea general deba cualificarse respecto a las fases de restricción, donde, por desgracia, la política monetaria ha demostrado en repetidas ocasiones su eficacia a corto plazo cuando se alcanzan niveles críticos de restricción. Pero esta eficacia deja de ser un factor positivo cuando, como también la experiencia demuestra, esas restricciones son, desde un punto de vista más general, altamente indeseables, puesto que contribuyen mucho más a provocar un cambio de expectativas empresariales y una detención de la expansión económica que a alterar a corto plazo los fenómenos inflacionistas que, normalmente, han suscitado esa clase de acciones a corto plazo. La conclusión sigue siendo, pues, la de que solo es posible una acción a plazo medio y que, por más que sea de lamentar a falta de otros instrumentos, la política monetaria no es el instrumento de acción a corto que puede alterar los procesos inflacionistas sin provocar daños

serios en el proceso de expansión de la economía. De ahí que, excluida la posibilidad de acciones curativas a corto plazo, sea tan importante una acción preventiva con un horizonte temporal más vasto. La experiencia de los últimos años ha confirmado una vez más los peligros de posponer una actuación restrictiva hasta un momento en que los efectos de la expansión monetaria excesiva eran ya irremediables y ha vuelto a dejar en pie, como el problema más importante de la política monetaria de cara al futuro, la capacidad de adoptar una tónica moderada en la fase ascendente del ciclo, para evitar la aparición de excesos de demanda de muy difícil eliminación posterior.

8. Regulación legal de los instrumentos de la política monetaria.

Como en Informes anteriores, se comentan a continuación los principales cambios experimentados en 1973 y principios de 1974 por los instrumentos de política monetaria, incorporando aquí las modificaciones de los tipos de interés regulados legalmente, que se trataron en Informes anteriores en otro lugar de este Capítulo. El análisis se centra en las modificaciones de carácter legal y no pretende ser un examen sistemático de la política desarrollada por la autoridad monetaria, tema que ya se trató anteriormente.

Los primeros meses de 1973 se caracterizaron por una intensa actividad en materia de modificaciones legales del instrumental de la política monetaria. Por haber sido objeto de comentario en el Informe anterior, se omitirá aquí la exposición detallada de esas medidas. Será útil, sin embargo, recordarlas brevemente, citando los lugares del Informe de 1972 en que se estudiaron detenidamente.

La Orden Ministerial del 25 de enero de 1973 fijó las características de los **bonos del Tesoro** y autorizó su emisión hasta un límite de 6.000 millones de pesetas. Más tarde el límite fue ampliado a 10.000 millones, por Orden Ministerial de 3 de marzo de 1973, que dio paso a la intervención del Banco de España en el mercado de esos títulos (1). La regulación de los **depósitos obligatorios** en el Banco de España, al efecto de controlar los movimientos de los depósitos en pesetas convertibles, se modificó por Orden Ministerial de 6 de febrero de 1973, siendo sustituida al mes siguiente por la Orden Ministerial de 16 de marzo, que supuso no solo una nueva regulación de los depósitos obligatorios, sino también de las propias cuentas extranjeras en pesetas. Dentro de éstas se distinguieron las cuentas A, o cuentas extranjeras en pesetas para pagos en España, y las cuentas B, o cuentas extranjeras en pesetas convertibles, a las que se asimilaron las antiguas cuentas existentes en pesetas convertibles (2). Por Orden Ministerial de 31 de enero de 1973 se redujo el **coeficiente de inversión de la banca comercial y mixta**

(1) Informe de 1972, páginas 129 a 134.

(2) Informe de 1972, páginas 134 a 138.

del 22 al 21 por 100, y el porcentaje de fondos públicos, del 15 al 14 por 100, manteniéndose inalterado, en el 7 por 100, el coeficiente de los bancos industriales (1). Simultáneamente, otra Orden Ministerial de igual fecha (31 de enero de 1973) disminuyó los **coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorros**. El porcentaje mínimo de fondos públicos se redujo del 45 al 40 por 100, mientras que los diversos coeficientes mínimos correspondientes a distintas operaciones especiales de crédito, cuya suma alcanzaba el 35 por 100, se unificaron en un coeficiente indistinto del 30 por 100, estableciéndose un período de adaptación a los nuevos porcentajes por terceras partes a lo largo de tres años (2). El **cómputo de los coeficientes de caja de la banca y de las cajas de ahorros** se modificó a partir de la Orden Ministerial de 1 de marzo de 1973, que obligó a los bancos comerciales e industriales o de negocios a mantener diariamente el coeficiente, y de la Circular de 5 de marzo de 1973, por la que el Banco de España, en virtud de las atribuciones que le fueron delegadas según la Orden Ministerial de 15 de diciembre de 1971, extendió la observancia del coeficiente diario a las cajas de ahorros (3).

Contrasta esta intensa actividad innovadora de los mecanismos de control monetario y financiero en los primeros meses del año con la relativa estabilidad que prevaleció hasta finales de 1973. No se observa ninguna modificación hasta julio, en que se alteraron los tipos de interés, introduciéndose a continuación los bonos del Tesoro a uno y dos meses de plazo. A final de año se produjo una modificación en la forma de calcular los coeficientes de caja e inversión de la banca y una elevación en el nivel de este último. Ya entrado el año 1974, se produjo una nueva modificación en el sistema de cálculo de los coeficientes de caja, dando paso a un sistema de promedios periódicos, y, a finales de abril, una elevación de su nivel. Simultáneamente se intentó aumentar la eficacia de los coeficientes de inversión de la banca y de las cajas de ahorros, determinando con mayor precisión la composición del primero y acelerando los plazos de cobertura de ambos. A continuación se comentan en detalle estas medidas, no en orden cronológico, sino agrupadas por temas (4).

La modificación de los **tipos de interés** tuvo lugar por Orden Ministerial de 26 de julio de 1973, entrando en vigor a partir del día 27. El tipo de interés básico del Banco de España, que no había sido alterado desde octubre de 1971, se elevó del 5 al 6 por 100, con lo que, automáticamente, se incrementaron en un punto todos los demás tipos aplicables a las operaciones activas o pasivas de la banca, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, para las cuales se habían establecido diferenciales en las Ordenes Ministeriales de 21 de julio de 1969, con la excepción de los depósitos de ahorro, cuyo interés quedó fijado en el 2,50 por 100 anual. Para las cuentas corrientes a la vista, no vinculadas al tipo básico, el interés se subió del 0,50

(1) Informe de 1972, páginas 138 a 139.

(2) Informe de 1972, página 139.

(3) Informe de 1972, páginas 127 a 129.

(4) Véase una relación más detallada de medidas, presentadas en orden cronológico, en el cuadro 79 del Apéndice.

Principales tipos de interés a corto plazo regulados por la autoridad monetaria (a)

	Margen diferencial con el tipo básico	Tipo vigente a partir de				
		23-III-70	23-I-71	5-IV-71	22-X-71	27-VII-73
Tipo básico del Banco de España	—	6,5	6,25	6,0	5,0	6,0
Tipos activos (máximos):						
Exportación y venta de buques en el mercado interior	0,9 (b)	6,1	5,85	5,6	4,6 (b)	6,9
Otros descuentos especiales	0,9	7,4	7,15	6,9	5,9	6,9
Créditos de ahorro vivienda	1,0	7,5	7,25	7,0	6,0	7,0
Descuento comercial hasta dieciocho meses	1,0	7,5	7,25	7,0	6,0	7,0
Otras operaciones hasta dieciocho meses	1,5	8,0	7,75	7,5	6,5	7,5
Operaciones entre dieciocho meses y tres años	2,0	8,5	8,25	8,0	7,0	8,0
Descubiertos en cuenta	2,5	9,0	8,75	8,5	7,5	8,5
Créditos con garantía de imposiciones a plazo	(c)					
Créditos a más de tres años	(d)	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre
Tipos pasivos (máximos):						
Depósitos a la vista	(d)	1,0	0,75	0,5	0,5	0,75
Depósitos de ahorro	— 3,0 (e)	3,0	2,75	2,5	2,0	2,5
Imposiciones a tres meses	— 2,5	4,0	3,75	3,5	2,5	3,5
Imposiciones a seis meses	— 1,5	5,0	4,75	4,5	3,5	4,5
Imposiciones a un año	— 1,0	5,5	5,25	5,0	4,0	5,0
Imposiciones a más de dos años	(d)	Libre	Libre	Libre	Libre	6,0
Depósitos de ahorro bursátil	— 1,0	5,5	5,25	5,0	4,0	5,0
Depósitos de ahorro vivienda	—	6,5	6,25	6,0	5,0	6,0

- (a) Tipo básico del Banco de España y tipos (máximos) de las operaciones de la banca, las cajas de ahorros y entidades de crédito cooperativo. Entre estas últimas existe libertad para fijar el tipo de interés en: 1) Préstamos y depósitos interbancarios; 2) Créditos a más de tres años; 3) Depósitos y créditos en moneda extranjera. Sobre el régimen de los depósitos en pesetas convertibles, véase texto.
- (b) La Orden de 24 de marzo de 1972 modificó el anterior margen diferencial de —0,4 convirtiéndolo en + 0,9, con lo que el tipo de 4,6 pasó a ser de 5,9. Las comisiones de estas operaciones no pueden exceder del 0,9 por 100, cualquiera que sea su plazo.
- (c) Tipo de la imposición, incrementado en un 1 por 100; el tipo resultante es mínimo.
- (d) No se ha señalado.
- (e) El margen diferencial no fue mantenido por la Orden de 21 de marzo de 1970 y siguientes, en las que se ha ido señalando explícitamente su nivel.

al 0,75 por 100 (1). El cuadro III-4 recoge con detalle esas repercusiones, que, para los principales tipos, figuran también en el gráfico III-14.

(1) Podría notarse que la Orden Ministerial de 26 de julio de 1973 enuncia expresamente en su número tercero que «los tipos de interés aplicables a las operaciones activas y pasivas de los bancos privados ... se determinarán aplicando al tipo de interés básico del Banco de España los diferenciales establecidos en las respectivas Ordenes de 21 de julio de 1969, con la excepción de las cuentas corrientes a la vista ... y las de las cuentas de ahorro...». En realidad, no puede hablarse de excepción refiriéndose a las cuentas corrientes a la vista, pues éstas nunca han tenido fijado un diferencial respecto al tipo básico de interés que las ligara mecánicamente a su nivel. No ocurre lo mismo con las cuentas de ahorro a la vista, a las que si bien se les fijó un diferencial con el tipo básico, recibieron un tratamiento específico a partir de la siguiente modificación de tipos introducida por Orden Ministerial de 21 de marzo de 1970.

Junto a la comentada elevación de los tipos de interés, la Orden de 26 de julio de 1973 introdujo una importante modificación estructural, consistente en la fijación de un tipo máximo de interés para los depósitos a plazo mayor de dos años de los bancos industriales, al tiempo que se generalizaba la aplicación de este tipo máximo a los depósitos a más de dos años que pudieran captar el resto de la banca privada, las cajas de ahorros y las entidades de crédito cooperativo. Se cerraba así un ciclo, comenzado en 1969, dentro de la ya larga historia transcurrida bajo la regulación administrativa de los tipos de interés de los depósitos a plazo.

Antes de la guerra, el Consejo Superior Bancario, al fijar los tipos máximos de interés abonables a los depósitos en la banca y en las cajas de ahorros, distinguía entre imposiciones a plazo de tres, seis y doce o más meses, aplicando una escala progresiva más ventajosa para el depositante cuanto más alejado fuera el vencimiento pactado, pero que no se incrementaba a partir de los doce meses. Quizá por ello, aunque en la Orden Ministerial de 25 de noviembre de 1938, que reguló los intereses legales máximos de los depósitos bancarios hasta 1964, se mencionaban los depósitos de un año o más, en los acuerdos interbancarios, suscritos a lo largo del período, rebajando aquellos máximos, solamente se hablaba de imposiciones de tres, seis meses y un año, puesto que era difícil, dadas las condiciones prevalecientes entonces (1), que se constituyeran depósitos a mayores plazos, una vez eliminado el incentivo de un interés más remunerador. La situación se modificó con la creación de los bancos industriales a raíz de la reforma bancaria de 1962. Para asegurar a los nuevos bancos la financiación necesaria al cumplimiento de sus objetivos, la Orden Ministerial de 21 de mayo de 1963 (2) introdujo una discriminación a su favor, permitiéndoles satisfacer por los depósitos a más de dos años tipos superiores en un 1 por 100 al mayor de los abonables en los depósitos a plazo del resto de la banca y las cajas de ahorros. En consecuencia, en la regulación de tipos de interés introducida por Orden Ministerial de 30 de octubre de 1964 se distinguió entre depósitos a tres, seis meses y un año o más (3 por 100) y los depósitos a más de dos años de los bancos industriales (4 por 100). Con la subida de tipos dispuesta por Orden Ministerial de 25 de noviembre de 1967, los tipos de los depósitos a un año o más pasaron al 4 por 100 y los de los bancos industriales a más de dos años, al 5 por 100. Sin embargo, el cambio fundamental en la regulación de los depósitos a plazo se operó en julio de 1969.

Hasta aquí todos los tipos de interés de los depósitos a plazo estaban sometidos a unos máximos. La única novedad establecida en 1963 consistía en permitir a los bancos industriales remunerar los depósitos a más de dos años con un 1 por 100 de interés más que los depósitos a un año. Los bancos comerciales y las cajas de ahorros no tenían prohibido abrir depósitos a más de dos años, pero tenían que remunerarlos idénticamente a los de vencimiento a un año. La reforma de los tipos de interés emprendida por las Ordenes Ministeriales de 21 de julio de 1969 apuntó una tímida aunque valiosa aportación. Coincidiendo con una liberalización,

(1) Los máximos acordados resultaban mínimos a efectos prácticos.

(2) Desarrollando el Decreto-Ley de 29 de noviembre de 1962, que estableció el estatuto jurídico de los bancos industriales y de negocios.

aplicable a todas las instituciones financieras, de los tipos de interés en los créditos por plazo superior a tres años, se dejó en libertad a los bancos industriales para fijar los tipos de interés en los depósitos a más de dos años, con la sola obligación de anunciar en el *Boletín Oficial del Estado*, al comienzo de cada trimestre natural, el tipo máximo que se proponían abonar en las operaciones concertadas en el transcurso del mismo. Para los demás depósitos a plazo se fijaron los siguientes márgenes diferenciales respecto al tipo básico del Banco de España: — 2,5 para los depósitos a tres meses, — 1,5 para los depósitos a seis meses y — 1 para los depósitos a un año.

La protección otorgada a los depósitos a largo plazo de la banca industrial desde 1963 ha permitido un desarrollo extraordinario de éstos. Desde diciembre de 1965 a junio de 1969 y desde esta última fecha a junio de 1973, los depósitos a más de dos años de los bancos industriales (incluidos los certificados de depósito) crecieron a un ritmo anual medio aproximado del 51 y 83 por 100, respectivamente. La tasa de crecimiento, en los mismos períodos, de los depósitos a menos de dos años (1) fueron: 21 y 27 por 100, en la banca industrial; 14 y 21 por 100, en la banca comercial, y 19 y 23 por 100, en las cajas de ahorros. Si en diciembre de 1965 los depósitos a más de dos años de la banca industrial no eran más que un 25 por 100 de los depósitos a menos de dos años, esa relación era en junio de 1973 del 70 por 100. El desarrollo, dentro del total de depósitos a plazo superior a dos años, de los certificados de depósito, ha sido más espectacular, si cabe. De una cifra insignificante, a finales de 1969, habían pasado a representar, en junio de 1973, el 53 por 100 del total de depósitos a más de dos años de la banca industrial, explicando así en gran medida el rápido crecimiento de éstos.

La importancia, pues, de la Orden Ministerial de 26 de julio de 1973 es doble, en el sentido de que, por un lado, al eliminar la discriminación inicial a favor de los bancos industriales, supone un importante paso hacia el abandono de una especialización de las instituciones bancarias, basada en imperativos legales, proseguida desde 1962; mientras que, por otro lado, al fijar un techo máximo al tipo de interés de unos depósitos que antes eran libres, significa el abandono de una tendencia incipiente hacia la supresión de trabas administrativas al juego de las fuerzas actuantes en los mercados financieros (2).

En cuanto al primer aspecto, no se trata en realidad del primer paso, sino que es algo que se suma a diversas medidas parciales adoptadas en el pasado, que entrañaban un intento de borrar las exageradas diferencias creadas en 1962 al surgir los bancos industriales. Por otro lado, es algo que está en total consonancia con las corrientes doctrinales y legales vigentes en la mayoría de los países, que abogan por una regulación semejante para todas las instituciones crediticias, sustituyendo la especialización legal a priori por una especialización vocacional

(1) Incluidos en todos los casos los depósitos de las cajas de ahorros en la banca.

(2) Prohibido el pago de intereses en las cuentas extranjeras en pesetas convertibles —véase Informe de 1972, página 138—, solo queda en pie, de la liberación de intereses de 1969, la correspondiente a créditos a plazo superior a tres años.

en la que cada empresa vaya eligiendo sus campos de actividad según sus aptitudes y conveniencias. Podría acaso objetarse que esa supresión de un trato especial en materia de política de tipos de interés a favor de la banca industrial, en sí totalmente correcta, queda un tanto desdibujada en cuanto a su inscripción en unos criterios más generales y completos respecto a la política deseable, de cara al futuro, en materia de especialización de las instituciones bancarias. Efectivamente, subsisten discriminaciones, a favor unas y en contra otras, de la banca industrial, entre las que destacan, por su conexión con el tema de los tipos de interés, la facultad reservada a los bancos industriales de emitir certificados de depósito. Es de suponer, sin embargo, que el desarrollo de estos certificados, que dependía en gran medida de la libertad de tipos de interés, se verá fuertemente afectado en el futuro por la limitación recientemente introducida, perdiendo así en buena parte el carácter de privilegio que antes tenían.

El tipo máximo fijado a los depósitos a más de dos años no ha sido vinculado por un diferencial rígido al tipo básico, lo que quizás facilite una mayor flexibilidad en su regulación, que podrá independizarse de la de los tipos ligados. En efecto, no puede ignorarse la conveniencia de que las autoridades fijen el tipo máximo de los depósitos a largo plazo con suficiente amplitud. El 6 por 100 establecido en julio parece haberse acomodado a los intereses vigentes en aquel momento para los depósitos a dos años, aunque algunos bancos ya sobrepasaban este nivel en un cuarto y hasta en medio punto, siendo en cambio claramente insuficiente para los mayores de tres años. En consecuencia, lo que podría ser un techo máximo que permitiera a los bancos un margen de flexibilidad para remunerar armoniosamente el diverso plazo de los depósitos y para acomodarse a las mudables condiciones monetarias y crediticias, se convierte, de hecho, en un tipo mínimo. Si los bancos ofrecen el 6 por 100 de interés a los depósitos concertados a dos años y un día, automáticamente desaparecen los depósitos a mayor plazo y lo mismo sucede con los certificados de depósito a más de dos años. Una amplia gama de activos financieros a tres, cuatro, cinco, e incluso a mayores plazos, que antes se ofrecían a los inversores, se han de sustituir por depósitos a dos años o por otras colocaciones en la banca (vgr., bonos de caja) o fuera de las instituciones bancarias. Parece, pues, deseable que, a menos que el límite se eleve suficientemente, se introduzca una discriminación a favor de los depósitos a plazos superiores.

Sea de una forma u otra, es fácil suponer que si el control se ejerce con un mínimo realismo, los depósitos a largo plazo experimentarán un fuerte desarrollo en nuestro sistema crediticio, a costa, naturalmente, en la mayoría de los casos, de los depósitos a plazos inferiores. La capacidad de colocación de la banca comercial y de las cajas de ahorros influirá muy sensiblemente en ello. La publicidad y promoción del servicio de depósitos a plazo, la extensa red de sucursales, la comodidad y el ofrecimiento de servicios complementarios al depositante (por ejemplo, créditos al consumo), podrán incluso compensar cierta insuficiencia en el nivel de los intereses que pudiera observarse con relación a otros activos financieros.

Simultáneamente a la regulación del tipo básico del Banco de España, una segunda Orden Ministerial de 26 de julio de 1973 elevó en un punto los créditos con regulación especial de las

cajas de ahorros. El cuadro III-5 presenta la evolución de los tipos de interés de estas operaciones desde finales de 1967 hasta la actualidad (1). Se observa que en cada momento los tipos de interés de las distintas operaciones han sido muy parecidos y que las variaciones se han hecho linealmente para todos ellos. También se aprecia que las autoridades han seguido la evolución del tipo básico del Banco de España cuando éste se ha elevado, pero no siempre o, al menos,

CUADRO III-5

Tipos de interés de los créditos con regulación especial de las cajas de ahorros

	Vigentes a partir de				
	27-IX-67	22-VII-69	25-III-70	23-XI-71	27-VII-73
Préstamos agrícolas sin exigencia de inversión:					
a) De campaña	5,5	6,0	7,0	6,25	7,25
b) Otros	5,75	6,25	7,25	6,50	7,50
Préstamos agrícolas para nuevas inversiones:					
a) Compra de maquinaria	5,75	6,25	7,25	6,50	7,50
b) Mejora de fincas o industrias agrarias	5,75	6,25	7,25	6,50	7,50
Préstamos industriales para nuevas inversiones	6,0	6,50	7,50	6,75	7,75
Préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria (1)	6,0	6,50	7,50	6,75	7,75
Préstamos para acceso a la propiedad inmobiliaria (agrícola o de vivienda) (2)	6,0	6,50	7,50	6,75	7,75

(1) Un 2,50 por 100, abonado por el Estado, y el resto, por el cliente.
(2) Se excluye la adquisición de viviendas de protección oficial, que, juntamente con su construcción, se rigen por disposiciones especiales.

no en la misma cuantía, cuando ha bajado, produciéndose así un acercamiento a los tipos aplicados por la banca y a los demás tipos correspondientes a operaciones crediticias generales de las mismas cajas. Las características de las operaciones con regulación especial podrían resumirse en los largos plazos, la cuantía limitada, aunque progresivamente aumentada, de los préstamos, y los tipos de interés más bajos que los de los demás créditos de las cajas o de los bancos. Sin embargo, debido a la extensión de los plazos, la comparación de intereses se hace difícil. Todas las operaciones recogidas, a excepción de los préstamos agrícolas sin exigencia de nueva inversión, tienen plazos máximos superiores a tres años, y son justamente los créditos a más de tres años de la banca o, en su caso, de las cajas, los que fueron liberalizados en 1969, por lo que la comparación tiene que hacerse entre unos tipos regulados legalmente y los tipos libres aplicados más frecuentemente por la banca y las cajas a los créditos a largo plazo o bien, entre los créditos agrícolas de campaña (de tres a once meses) y los demás

(1) Los otros tipos específicos importantes de créditos especiales, computables en las inversiones obligatorias de las cajas, se refieren a los créditos a promotores y compradores de viviendas de protección oficial. Las condiciones de estos créditos se fijan anualmente en las órdenes ministeriales sobre financiación de los programas de construcción de las viviendas de protección oficial. Para 1973, los tipos se han fijado en el 6,50 por 100 anual.

créditos agrícolas sin exigencias de inversión (hasta tres años), de un lado, y los créditos generales hasta dieciocho meses y los créditos generales entre dieciocho meses y tres años, de otro. Los créditos de campaña, que se mantenían un punto por debajo de los créditos generales hasta dieciocho meses, vieron reducido su diferencial a un 0,25 por 100 por los movimientos de 1971 (dos disminuciones de 0,25 por 100 en el tipo básico y otra de 1 por 100, solo parcialmente compensadas por una baja del 0,75 por 100 en las operaciones especiales). Igualmente, los créditos agrícolas sin exigencia de inversión, distintos de los de campaña, que se pueden asimilar a los créditos generales entre dieciocho meses y tres años, se mantenían un 1,25 por 100 por debajo de éstos desde 1969, reduciéndose la diferencia a un 0,50 por 100 a partir de noviembre de 1971. La situación en los créditos a largo plazo es distinta; los diferenciales son mucho mayores. Durante 1972 y el primer semestre de 1973, los tipos máximos aplicados más frecuentemente por la banca en los créditos a largo plazo se situaban en el 10 por 100, aumentando al 11 por 100 en el segundo semestre (1). Los créditos especiales de las cajas, similares a los anteriores, al menos en cuanto al plazo, mantuvieron unos tipos inferiores en un 3,25-3,50 por 100.

Por acuerdo del Consejo de Ministros de 17 de agosto de 1973 se subieron en un punto los tipos del Crédito Oficial inferiores al 5,50 por 100 y en medio punto, los tipos iguales o superiores, con excepción de las operaciones financiadas con recursos especiales y las correspondientes a acciones concertadas en determinados sectores: siderurgia del hierro, construcción naval y ganado vacuno. El acuerdo de agosto mantiene la línea de acortar diferencias entre las operaciones del Crédito Oficial, elevando en mayor cuantía aquellos tipos más bajos que suponen una importante subvención implícita y en menor cuantía los demás (2), pero no reduce el desfase entre los tipos del Crédito Oficial y los de las demás instituciones. Obviando el comentario detallado de una estructura de tipos de interés que es muy prolija —el número de tipos de interés distintos aplicados por el Crédito Oficial ha ido reduciéndose (18 tipos diferentes, a finales de 1968, y cinco, a finales de 1973), pero el número de modalidades de crédito distintas sigue siendo muy elevado— el cuadro III-6 presenta algunos datos que permiten apreciar tanto la ligera tendencia al alza de los tipos como su nivel comparativamente bajo, sobre todo teniendo en cuenta que una mayoría de operaciones son por plazo superior a tres años. Esta solución ecléctica sigue favoreciendo los sectores que el Gobierno juzga de mayor inte-

- (1) Los tipos preferenciales más frecuentes han oscilado sobre el 9 y 10 por 100, respectivamente. En ambos casos, estos tipos incluyen las comisiones, lo que tiende a exagerar algo las diferencias.
- (2) Ya en abril de 1970 se produjo una subida generalizada de los tipos del Crédito Oficial, que quedaron ligados al tipo básico del Banco de España. Los diferenciales fijados venían a significar, salvo algunas excepciones, el aumento de un punto respecto a los tipos vigentes hasta entonces. Más tarde, cuando, a principios de 1971, se redujo el tipo básico dos veces consecutivas en 0,25 por 100, los tipos de interés del Crédito Oficial también se aminoraron en la misma cuantía, con la excepción de aquellos que se encontraban al mismo nivel que el tipo básico o por debajo de él. Finalmente, la vinculación se consideró implícitamente derogada por la Ley del Crédito Oficial, de forma que la reducción del tipo básico de octubre de 1971 no tuvo repercusión en las entidades oficiales, consiguiéndose así en este periodo una homogeneización de los distintos tipos de interés y una aproximación a los demás tipos vigentes en el mercado.

Tipos de interés del Crédito Oficial

Tipos de interés (a)			Distribución porcentual, por tipos de interés pactados, del importe total de los créditos formalizados en el año			
Del	% al	%	1970	1971	1972	1973
0	4,49		5,75	11,26	2,94	1,13
4,5	4,99		4,71	7,42	5,65	2,99
5	5,49		18,19	8,80	9,09	8,45
5,5	5,99		33,88	20,67	13,90	15,60
6	6,49		10,69	25,99	36,67	33,94
6,5	6,99		19,40	11,89	20,52	24,23
7	7,99		5,19	9,33	4,03	5,83
8	8,74		2,19	4,64 (b)	7,20	7,83
Total			100,00	100,00	100,00	100,00
Tipo medio ponderado . . .			5,80	5,77	6,19	6,33

(a) Incluyen también comisiones de apertura y comisiones anuales.

(b) Una pequeña parte de estos créditos (5 por 100) sobrepasan el 9 por 100 de interés.

rés desde el punto de vista económico-social, pero no hay duda de que el suministro de fondos a precios más parecidos a los del resto del mercado permitiría a las entidades oficiales seleccionar y apoyar los proyectos de inversión más rentables, y eliminaría al mismo tiempo unos mecanismos de protección encubierta a sectores en dificultades —protección que en caso de necesidad debería otorgarse mediante subvenciones— y de gratificación inmerecida a otros beneficiarios que podrían pagar los tipos de mercado.

El segundo mecanismo que experimentó una alteración durante la última mitad del año, si bien de carácter accesorio, fue el de los **bonos del Tesoro**. En el Informe de 1972 había sido planteada la conveniencia técnica de modificar la Orden Ministerial de 25 de enero de 1973, que reguló la emisión de bonos del Tesoro a tres meses, introduciendo otros títulos a menor plazo (páginas 132 y 133). Se señalaba que las emisiones exclusivas a tres meses impedían, por un lado, satisfacer la demanda de bonos a menores vencimientos, debido a la estrechez del nuevo mercado, y, por otro, dificultaban al Banco de España la fijación, con regularidad, de tipos compradores y vendedores a plazos más cortos. La Orden Ministerial de 16 de julio de 1973 ha permitido la emisión de bonos de uno y dos meses, además de los títulos tradicionales a tres meses. Al mismo tiempo, el límite máximo de bonos en circulación se aumentó de 10.000 a 20.000 millones, volviendo a elevarse a 30.000 millones por Orden Ministerial de 19 de septiembre de 1973. Estando vinculadas las emisiones de bonos a las leyes anuales de Presupuesto que las autorizan, la Orden Ministerial de 7 de enero de 1974 ha autorizado la emisión de bonos del Tesoro durante el nuevo ejercicio, manteniendo el mismo límite máximo de

30.000 millones que se fijó para los títulos en circulación en 1973. Además ha introducido otra modificación en el mercado, al permitir la entrada en el mismo de las compañías de seguros. Por último, la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Presupuestos, de fecha 11 de enero de 1974, dispone que el plazo de vigencia de los bonos a uno, dos y tres meses se entienda de treinta, sesenta y noventa días, respectivamente, eliminándose pequeñas anomalías técnicas que surgían al fijar los tipos de interés con referencia a meses naturales con un número de días variable.

El tercer grupo de medidas de política monetaria tomadas en 1973 afecta a los diversos coeficientes que deben cumplir obligatoriamente las instituciones crediticias. De las variaciones experimentadas por los coeficientes de caja e inversión de la banca, ya se mencionaron el cómputo diario del primero y la disminución del segundo del 22 al 21 por 100, al tiempo que se reducía el porcentaje de fondos públicos del 15 al 14 por 100. Más tarde se produjeron una serie de alteraciones cuantitativas y cualitativas que, aunque no substanciales, sí tuvieron efectos monetarios y crediticios dignos de análisis.

En diciembre hubo una modificación del **coeficiente de caja** de la banca. La Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973 excluyó de los pasivos computables los depósitos de las cajas de ahorros. A partir del 7 de diciembre dejaron de computarse como recursos ajenos los fondos depositados por las cajas de ahorros en la banca, de acuerdo a su verdadero carácter de saldos interbancarios (1). En efecto, tanto el número 1 de la Orden Ministerial de 2 de diciembre de 1970, que estableció el coeficiente de caja para los bancos comerciales y mixtos, como el artículo 11 de la Orden Ministerial de 21 de mayo de 1963, que lo estableció para los industriales, excluyeron de los pasivos computables los saldos interbancarios. Por otro lado, este perfeccionamiento legislativo estuvo animado por una fuerte dosis de oportunidad, pues la banca había llegado en esas fechas a una situación de liquidez gravemente comprometida. La exclusión de los depósitos de las cajas de los pasivos computables equivalía a una reducción del nivel del coeficiente en cuantía porcentual igual al mismo porcentaje que los recursos exceptuados representaban en relación con el total de pasivos computables. No obstante, el alivio que supuso la medida para cada banco en particular dependió, ciertamente, del volumen de depósitos que en él mantuvieran las cajas de ahorros. Lo mismo se puede decir respecto a los grandes grupos de instituciones bancarias. En la banca comercial se observaba una mayor importancia absoluta de los depósitos de las cajas, que sumaban el día 6 de diciembre 72.187 millones (3,63 por 100 de los pasivos computables), en tanto que en los bancos industriales solo alcanzaban 8.713 millones (2,89 por 100 del total de pasivos considerados y 13,78 por 100 de los pasivos hasta un año, entre los que se cuentan los depósitos de las cajas). Expresado de otra manera, el efecto de la medida era el mismo que se hubiera conseguido si, sin modificar los pasivos computables, se hubieran reducido los coeficientes de caja del 7,50 al 7,23 por 100,

(1) La Orden Ministerial de 21 de diciembre de 1971 ya les había asignado contablemente aquella categoría, al disponer que fueran reflejados en la rúbrica de «Bancos y cajas de ahorros» en unión de los saldos interbancarios.

en la banca comercial, y del 5 al 4,31 por 100, en la banca industrial (1). Los activos líquidos liberados por estas reducciones sumaron para la banca comercial 5.414 millones y para la industrial, 436 millones.

De carácter meramente coyuntural y transitorio puede considerarse el acuerdo del Banco de España de reducir, en virtud de las facultades que le fueran delegadas por el Ministerio de Hacienda según el número 7.º de la Orden de 2 de diciembre de 1970, el coeficiente de caja de la banca comercial. A fin de aliviar las necesidades de liquidez de la banca producidas estacionalmente por el aumento de efectivo en manos del público en las últimas semanas del año, compensado luego por una disminución de la circulación en los primeros días de enero, el coeficiente de caja de la banca comercial se bajó del 7,50 al 6,75 por 100 durante el período de 13 de diciembre de 1973 al 10 de enero de 1974 (2).

Otra modificación de la normativa reguladora del coeficiente de caja de la banca comercial e industrial tuvo lugar por Orden Ministerial de 20 de febrero de 1974, que derogó la de 1 de marzo de 1973. Esta última introdujo el sistema de cálculo que obligaba a la banca al mantenimiento diario del coeficiente, obligación cuyos efectos, muy positivos desde ciertos ángulos, ya fueron analizados en detalle en el Informe de 1972 (páginas 127 a 129). Sin embargo, la rigidez que el cómputo suponía para la gestión de tesorería de la banca aconsejó reformar el sistema. El camino elegido fue el de fijar el marco y las directrices de la reforma y encomendar al Banco de España su formulación concreta y puesta en funcionamiento. Los nuevos principios informadores del coeficiente son sencillos, combinando el cálculo del coeficiente como un promedio en el que las deficiencias de unos días pueden compensarse con los excedentes de otros, con la obligación de no bajar de unos ciertos porcentajes en ningún momento (3).

Para los bancos comerciales y mixtos, incluido el Banco Exterior de España, el coeficiente se sigue calculando mediante la comparación de los activos líquidos mantenidos cada día por los bancos con relación a los pasivos computables detentados al cierre de operaciones del segundo día hábil anterior. Pero la necesidad de mantener el coeficiente diariamente se sustituye, a partir del 1 de marzo de 1974, por una doble condición: primero, que la media de los coeficientes durante la decena natural alcance el 7,5 por 100, entendiéndose que todo coeficiente superior al 8,5 por 100 solo se computará a efectos del promedio por aquel valor del 8,5 por 100, y segundo, que ningún día de la decena el coeficiente se sitúe por debajo del 6,5 por 100.

-
- (1) Se refiere este porcentaje únicamente al coeficiente de la banca industrial con respecto a los depósitos computables hasta un año de plazo. Quedan invariados los otros coeficientes de depósitos a mayor plazo y de bonos de caja.
 - (2) Circular número 81 del Banco de España, de 10 de diciembre de 1973.
 - (3) El Banco de España ha reglamentado el nuevo sistema mediante la Circular número 85 a la banca privada, de 22 de febrero de 1974, extendiéndolo también a las cajas de ahorros por Circular número 8 de igual fecha.

Para los bancos industriales, el coeficiente de caja se sigue calculando mediante la comparación de los activos líquidos mantenidos cada día por los bancos y la suma de las cantidades resultantes de aplicar los correspondientes porcentajes legales a las distintas clases de pasivos computables detentados al cierre de las operaciones del segundo día hábil anterior. El coeficiente se considera cubierto cuando los bancos cumplen la doble condición de que la suma de los activos líquidos mantenidos en cada decena natural iguale a la suma de los necesarios para la cobertura diaria del coeficiente mínimo legal, entendiéndose que cuando los activos de un día superen el 15 por 100 de los mínimos legales, solo se computarán por este porcentaje, y en segundo lugar, que en ningún día de la decena los activos líquidos mantenidos se sitúen un 15 por 100 por debajo de los requeridos.

El sistema aplicado a las cajas de ahorros es igual que el de la banca comercial, con la diferencia de que, debido al nivel de su coeficiente de caja (4 por 100), son distintos el porcentaje máximo computable (4,50 por 100) y el mínimo por debajo del cual nunca puede situarse (3,50 por 100).

El nuevo sistema introduce, pues, una apreciable dosis de flexibilidad, al permitir la compensación de excedentes y déficits de liquidez de unos días con otros, con lo que las instituciones afectadas no se verán sometidas a las tensiones y problemas que planteaba el cumplimiento diario. Por otro lado, el grado de flexibilidad otorgado es perfectamente compatible con la plena eficacia del coeficiente de caja como instrumento de política monetaria. La razón básica para ello es que las variaciones a plazo tan corto como es un día en el nivel de activos líquidos de una institución financiera, entran dentro del campo de las perturbaciones erráticas que no pueden constituir un determinante de su política. El grado de expansión de cada entidad solo puede verse afectado por tendencias un poco más permanentes en el nivel de su liquidez, y lo mismo es válido para el sistema bancario en su conjunto. Por otro lado, el nuevo sistema, al señalar un límite inferior, a partir del cual se incurre en penalizaciones, y un límite superior, a partir del cual entra en vigor la penalización automática que supone el hacer no computable los excedentes, impide que las instituciones afectadas puedan aceptar grandes fluctuaciones diarias de sus activos líquidos, lo que sí hubiera sido perturbador para la eficacia del coeficiente. Desde el punto de vista de la política monetaria, es particularmente interesante el límite superior fijado, puesto que constituirá un estímulo para que las instituciones financieras no tiendan a mantener excedentes muy importantes. A muy corto plazo, la ventaja de estos excedentes es nula, desde el punto de vista del cumplimiento del coeficiente, y existirá un estímulo para prestarlos en el mercado monetario. Esta norma no impedirá, por supuesto, que los bancos que, en general, deseen conservar excedentes importantes, como parte de una política más a largo plazo, los mantengan. Pero es de esperar que la nueva norma llegue a ser interpretada como un criterio general sobre cuál es el nivel máximo de esos excedentes que puede ser razonable mantener. Lo anterior, unido al hecho de que, bajo el nuevo sistema, pierde mucho de su sentido la política seguida en el pasado por muchas instituciones financieras de mantener excedentes elevados para que las fluctuaciones erráticas de los activos líquidos no las situara en posición de incumplimiento en días sucesivos, hace pensar que el nuevo sistema de coeficiente deberá llevar

a las instituciones financieras a operar con unos excedentes de activos líquidos sensiblemente inferiores a los requeridos bajo el sistema de cómputo diario.

Esto permite interpretar la nueva medida como una reducción de hecho del nivel del coeficiente de caja vigente, a pesar de que su nivel legal no haya sido modificado. La cuantía de esta reducción es muy difícil de precisar, puesto que dependerá del grado en que cada institución vaya a hacer uso de las posibilidades de desarrollar una política de tesorería más flexible ofrecidas por la nueva normativa. La experiencia adquirida en los últimos años en esta materia hace pensar que la explotación por las entidades financieras de esas posibilidades no es algo que se vaya a producir plenamente a corto plazo, sino que será un proceso de manifestación lenta. Por ello, si teóricamente cabría pensar que el sistema bancario podría operar bajo el nuevo sistema con excedentes de liquidez prácticamente iguales a cero, lo que supondría que el coeficiente se habría reducido de hecho, para la banca, en una cifra próxima a un punto porcentual y muy poco para las cajas, es dudoso que sea válido concluir que la medida ha supuesto a corto plazo una reducción tan importante del coeficiente.

Aparte de estas modificaciones cualitativas de los coeficientes de caja del sistema bancario que se acaban de analizar, el Banco de España elevó, a finales de abril, el coeficiente correspondiente a la banca comercial. Por Circular número 89, de 27 de abril de 1974, el coeficiente se aumentó del 7,50 al 7,75 por 100, durante la primera decena de mayo, y del 7,75 al 8 por 100, a partir de la segunda, quedando establecido en el 7 por 100 el límite mínimo del que no pueden descender los bancos ningún día y en el 9 por 100, el porcentaje máximo promediable para hallar la media aritmética en cada decena.

El coeficiente de inversión se modificó a finales de 1973 en una doble dirección. En primer término fue afectado por la Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973, a la que se ha hecho referencia más arriba, que excluyó los depósitos de las cajas de ahorros de los pasivos computables para el cálculo de los coeficientes de caja e inversión de la banca. No se repiten las consideraciones ya hechas con motivo del análisis de los coeficientes de caja, extensivo en gran medida al de inversión. Solamente se señalan los distintos efectos cuantitativos de la modificación. Los pasivos excluidos suponían un 3,60 por 100 de los computables en el coeficiente de la banca comercial y un 2,86 por 100 de los computables de la banca industrial, de manera que la reducción correspondiente de los activos exigidos de ambos grupos se habría cifrado, igualmente, en un 3,60 por 100 (15.159 millones), para la banca comercial, y un 2,86 por 100 (610 millones), para la industrial. Esto hubiera sido equivalente, bajo el antiguo sistema de cómputo, a una reducción de los coeficientes de inversión y fondos públicos del 21, 14 y 7 por 100 a porcentajes del 20,24, 13,50 y 6,80, respectivamente.

Pero la segunda medida tuvo un signo diferente. La Orden Ministerial de 27 de diciembre de 1973 (1) elevó el coeficiente de inversión de los bancos comerciales y mixtos y del Banco

(1) Desarrollada por Circular del Banco de España número 82, de 10 de enero de 1974. (Derogada por Circular número 86, de 26 de febrero de 1974; véase infra.)

Exterior al nivel del 22 por 100, en que se estableció originalmente. A la banca industrial, no beneficiada por la rebaja de febrero de 1973, se le subió del 7 por 100 inicial al 8 por 100 (1). Por el contrario, el porcentaje de fondos públicos de los bancos comerciales se redujo del 14 al 13 por 100. El efecto de la medida era, pues, elevar en la banca comercial el margen disponible, como máximo, para los créditos especiales del 7 por 100 al 9 por 100. Pero estos efectos se han de ver en conjunción con los de la Orden Ministerial comentada en el párrafo anterior.

Empezando por el coeficiente mínimo de fondos públicos, se verá que el impacto de las dos Ordenes Ministeriales fue una profunda reducción. El efecto de la primera Orden equivalía, como se dijo, a su disminución en 0,5 puntos, que hay que sumar al punto adicional aportado por la segunda Orden Ministerial. La explicación de esta tendencia es sencilla y no se debe más que a una prolongación de las causas que llevaron, en febrero de 1973, a la reducción del mismo coeficiente legal del 15 por 100 al 14 por 100 (2). El rápido aumento de los depósitos computables creaba una demanda potencial de cédulas para inversiones claramente en exceso de las relativamente escasas necesidades de fondos por el Crédito Oficial. El Tesoro mantuvo, sin embargo, la política, iniciada en abril de 1972, de no realizar emisiones de cédulas más que en la medida imprescindible, lo que llevaba a una situación que dificultaba el cumplimiento del coeficiente de fondos públicos (3). La solución de reducir el coeficiente legal era, pues, lógica.

Cuando en febrero de 1973 se redujo el coeficiente de fondos públicos, se disminuyó de modo paralelo el coeficiente total de inversión. Sin embargo, la Orden Ministerial de 27 de diciembre de 1973, que redujo de nuevo ese coeficiente, no solo no disminuyó el coeficiente total de inversión, sino que lo aumentó en un punto. Con ello el efecto de esta disposición fue elevar en dos puntos en la banca comercial y en uno en la industrial la parte del coeficiente de inversión susceptible de ser cubierta con efectos especiales. Si a esto se añade que la Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973 se podía interpretar como una reducción de hecho de estos mismos porcentajes, se verá que los efectos de la disposición comentada, que en el caso de los fondos públicos se sumaba a los efectos de la anterior, en este caso iban en dirección contraria. Respecto de la banca comercial, el impacto de la primera Orden Ministerial fue equivalente a una reducción del margen disponible para efectos especiales en 0,25 puntos porcentuales, aproximadamente, por lo que el efecto neto de las dos disposiciones fue un aumento de ese margen en 1,75 puntos, aproximadamente (4). En el caso de la banca industrial,

(1) Se concedió un periodo de adaptación de enero a abril de 1974, para alcanzar los niveles fijados. El porcentaje mínimo obligatorio se aumentó un 0,25 por 100 en cada uno de estos cuatro meses.

(2) Véase Informe de 1972, páginas 138-139.

(3) Las emisiones de cédulas en 1973 sumaron 12.057 millones de pesetas, es decir, escasamente el 3,5 por 100 de los 349.524 millones de aumento de los pasivos computables en el coeficiente de inversión.

(4) En realidad, los dos porcentajes no son estrictamente comparables por su distinta definición; pero el error implícito es muy pequeño.

el efecto fue menor. La primera disposición supuso una reducción efectiva de 0,20 puntos porcentuales y la segunda, un aumento de 1,0, con un aumento neto de 0,8 puntos aproximadamente (1).

Todo lo anterior, unido al hecho de que desde abril de 1972 el coeficiente de fondos públicos había dejado de ser prácticamente un mínimo para tender a convertirse en un porcentaje fijo, tendencia incrementada por algunas medidas que enseguida se comentarán, evidencia a las claras que el objetivo de la norma que se comenta era el deseo de poner a disposición de los sectores privilegiados con acceso a los créditos especiales computables en el coeficiente de inversión un sensible incremento de financiación. A título de ejemplo, suponiendo para los depósitos computables a efectos del coeficiente un incremento en 1974 del 20 por 100, el sistema anterior a la Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973 hubiera permitido dedicar a esos sectores privilegiados unos 33.000 millones en forma de créditos especiales, mientras que el nuevo sistema permitiría dedicarles unos 43.000 millones, es decir, un 30 por 100 más. En la medida en que esto se va a conseguir a costa de menores suscripciones de fondos públicos, el tema se reduce a un problema de canalización dentro de los circuitos privilegiados. Lo que se otorga de más a través de este circuito privilegiado se otorga en menos a través del otro circuito privilegiado que es el Crédito Oficial. Pero en la medida en que ese resultado obedece a una elevación del total coeficiente de inversión, tendrá que conseguirse a costa de una reducción de la financiación al sector privado, facilitada por los canales del descuento y de los créditos bancarios ordinarios. El efecto para el sector privado será difícil de precisar, dada la existencia de modalidades muy distinta de créditos especiales y la actual inexistencia de reglas que obliguen a la banca a una determinada distribución, entre ellas, de sus créditos especiales. Globalmente no dejará de percibir menos financiación, e incluso cabe pensar que, dado el amplio margen de sustitución posible entre créditos ordinarios y muchas modalidades de créditos especiales, no se produzcan cambios importantes a nivel de sectores o incluso de empresas. Eso significaría que un impacto más apreciable para el sector privado sería una variación del coste de la financiación. Ese efecto redundará en un abaratamiento de esa financiación en todos los casos, salvo en el de los fondos que se canalicen a través de las entidades de financiación de ventas a plazo, en que el resultado será normalmente el contrario.

Ya en el pasado se había manifestado una tendencia por parte de la banca a cumplir el coeficiente de inversión mediante la suscripción de cédulas para inversiones, con preferencia a los créditos especiales (2), fenómeno posible por la razón de que no existe un coeficiente mínimo para éstos y de que es legalmente posible cumplir la totalidad del coeficiente de inversión mediante fondos públicos, que si tienen un coeficiente mínimo no lo tienen máximo. La política practicada por el Tesoro desde abril de 1972 de limitar las emisiones de cédulas a las impres-

(1) En realidad, los dos porcentajes no son estrictamente comparables por su distinta definición; pero el error implícito es muy pequeño.

(2) Sobre este hecho y sus razones, véase Informes de 1971 (páginas 145-6 y 149) y 1972 (páginas 139 y 207-9).

cindibles para que ningún banco incumpliera el coeficiente mínimo de fondos públicos (1) llevó a que las inversiones de la banca en fondos públicos se mantuvieran en su mínimo legal, ya que la banca no parece haber tendido en ningún momento a proveerse a estos fines de fondos públicos en el mercado secundario o a designar fondos públicos ya en su poder. Las características legales del coeficiente y el freno impuesto por el Tesoro a las emisiones de cédulas llevaron a la banca, que no podía o no deseaba conceder créditos especiales en mayor medida, a un incumplimiento creciente del total coeficiente de inversión, hecho que se ponía más de relieve tras el incremento de éste que se ha comentado anteriormente. Es digno de señalar que esta tendencia no pareció venir afectada por el hecho de que el diferencial entre los tipos de interés de los créditos especiales y el de las cédulas para inversiones, netamente insuficiente antes (2), aumentase en un punto a raíz de la elevación de los primeros, consecuente al incremento, en julio de 1973, del tipo básico. Para afrontar esta situación se tomaron en febrero de 1974 una serie de medidas, que se pasa ahora a comentar.

La primera medida, adoptada por Orden Ministerial de 20 de febrero de 1974, fue la de incluir entre los fondos públicos computables en el coeficiente de inversión las consignaciones voluntarias efectuadas por los bancos en la Caja General de Depósitos. Los resguardos de estas consignaciones voluntarias tienen la consideración de documentos representativos de la deuda flotante y las consignaciones devengan, desde el día de su imposición, los siguientes intereses: a un mes, 1 por 100; a tres meses, 1,50 por 100; a seis meses o más, 2 por 100 (3).

La segunda medida tomada en la misma dirección corresponde a la publicación de la Orden Ministerial de 23 de febrero de 1974 regulando el procedimiento de suscripción de cédulas tipo «A» con destino a la banca. Se introduce la novedad de que las peticiones en el Banco de España sean acompañadas del ingreso anticipado del importe nominal solicitado, pero al propio tiempo se encarga a la Dirección General del Tesoro y Presupuestos que comunique al Banco de España el importe máximo de ingresos que este último puede admitir en razón de las necesidades del Crédito Oficial, con lo cual se consagra legalmente la práctica que ya había seguido el Tesoro de limitar las emisiones de cédulas. La excusa de inexistencia de títulos en el mercado para cubrir el resto del coeficiente de inversión pierde validez, pues siempre queda abierta la consignación de depósitos voluntarios, a tipos bajísimos de interés, según se ha visto, en la Caja General.

(1) Véase Informe de 1972, páginas 149-50.

(2) Véase Informe de 1971 páginas 145-6 y 194, y de 1972, páginas 207-9.

(3) Según el Reglamento de la Caja General de Depósitos, aprobado por Real Decreto de 19 de noviembre de 1929, las consignaciones son depósitos en efectivo constituidos libremente por los interesados (particulares, Ayuntamientos y toda clase de corporaciones y establecimientos) para retirarlos a su voluntad, distinguiéndose netamente de los depósitos necesarios (en efectos públicos o en metálico), de los voluntarios (solo en efectos públicos), de los provisionales (para optar a subastas) y de los depósitos especiales (constituidos por los juzgados).

Las dos Ordenes de 20 y 23 de febrero de 1974 anuncian una nueva modificación del coeficiente de inversión. En efecto, días más tarde, el Banco de España procede, mediante Circular a la banca privada número 86, de 26 de febrero, a reglamentar nuevamente el coeficiente, a fin de asegurar el destino y, al mismo tiempo, acelerar el empleo en créditos especiales de los recursos absorbidos por la banca. De esta regulación sobresalen tres aspectos principales: uno se refiere al acortamiento de los plazos de cobertura; otro, a la aclaración de lo que debe ser el coeficiente y sus componentes, y viene a incorporar las Ordenes de febrero; el último confirma la autorización general a los bancos para ceder efectos y créditos especiales.

Para conseguir, a efectos del coeficiente, que todos los bancos utilicen lo más rápidamente posible los recursos ajenos disponibles, la regla antes existente, que consistía en que los bancos que a fin de mes no cumplieran el coeficiente de inversión (según los activos y pasivos computables ese día) debían tener a fin del mes siguiente activos calificados suficientes para cubrir los pasivos del mes anterior, se sustituye por la obligación de tenerlos el día 15. Llegado el día 15 sin que se haya cubierto totalmente el coeficiente, los bancos deben proceder a materializarlo mediante suscripción de cédulas de inversión, de acuerdo a la Orden Ministerial de 23 de febrero de 1974, o mediante consignaciones de efectivo en la Caja General de Depósitos. En el primer caso se recuerda que no se atenderán peticiones por importe superior a las necesidades sentidas por cada banco para la cobertura del porcentaje mínimo de fondos públicos, excluidas de éste las consignaciones voluntarias en la Caja General. Lo que oscuramente se había anunciado a la banca con fecha 22 de abril de 1972, se hace meridianamente claro: el porcentaje de fondos públicos, si se descuenta la posibilidad, nada atractiva, de cubrirlo con consignaciones voluntarias, se ha convertido en un porcentaje fijo.

Otro aspecto interesante que ya se recogía en la Circular del Banco de España número 82, de 10 de enero de 1974, lo constituye la autorización general a la banca privada para ceder a otros bancos créditos y efectos especiales computables en el coeficiente de inversión. Se facilita así a los bancos menos habituados a esta clase de operaciones el aumento de su cartera de créditos computables, a la vez que para las instituciones cedentes el desarrollo de las transmisiones supone una mayor liquidez de sus inversiones en créditos o efectos especiales.

Esta nueva normativa, tendente a reducir el incumplimiento pasado del coeficiente, unida a la elevación del coeficiente de inversión ya comentada, requerirá a lo largo de 1974 un sensible incremento del volumen de créditos especiales otorgados por la banca y puede plantear un problema de demanda por el público de esta clase de operaciones. Desde este punto de vista, sería quizás deseable ampliar los tipos de operaciones de crédito computables en el coeficiente de inversión, pues en otro caso podría ser difícil, al menos para los bancos pequeños y alejados de los centros financieros, cumplir con esta obligación legal. Aunque pueda parecer contradictorio con lo anterior, deberían también reconsiderarse los diferenciales entre los tipos de interés de los créditos especiales y el tipo básico del Banco de España, que, como demuestra la experiencia reciente, constituyen un estímulo insuficiente para que la banca se interese por esta clase de operaciones. Esta elevación de los tipos iba a influir poco en la

demanda de unos créditos que son netamente más baratos que los ordinarios y contribuiría a incrementar su oferta por parte de instituciones que se han resistido hasta el momento a prestarles gran atención. Si bien la mera exigencia estricta del coeficiente de inversión tendría que alimentar esta oferta, la existencia de una discrepancia muy importante entre los tipos de las operaciones especiales y los tipos ordinarios comparables —en general, los tipos libres para créditos a más de tres años— será siempre una causa de resistencias y distorsiones.

Por último, quedan por señalar dos pequeñas modificaciones que afectan a los **coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorros**. Ya quedó comentada en la página 139 del Informe anterior la flexibilización y reducción de estos coeficientes suscitadas por la Orden Ministerial de 31 de enero de 1973. Para evitar alteraciones en el normal desenvolvimiento de los mercados crediticios y de valores afectados, aquella Orden fijaba un plazo mínimo obligatorio de acomodación a los nuevos requisitos de tres años. Juzgándose la apertura demasiado lenta y parsimoniosa, se procedió a acelerar el calendario anterior, por Orden Ministerial de 3 de agosto de 1973, disminuyendo a dos períodos iguales, 1973 y 1974, el plazo de acomodación a los nuevos porcentajes. Con ello los porcentajes mínimos de fondos públicos y préstamos, que estaban fijados en el 43,33 y 33,33 por 100, durante 1973, y 41,66 y 31,66 por 100, durante 1974, pasaron al 42,50 y 32,50 por 100, en el primer año, y al 40 y 30 por 100 final, en el presente año.

La segunda alteración se ha producido paralelamente a la aceleración de las operaciones de cobertura de los coeficientes de inversión de la banca. La Circular número 9 del Banco de España a las cajas de ahorros, de fecha 26 de febrero de 1974, acorta a un mes el plazo concedido para la materialización de las inversiones obligatorias de las cajas, obligando a éstas a procurar una mayor sincronización entre la evolución de los pasivos computables y sus empleos obligatorios. Las anteriores reglas sobre cómputos de inversiones, establecidas por Circular de 7 de mayo de 1973, consideraban cumplidos los coeficientes cuando los activos computables en poder de las cajas a fin de cada mes eran suficientes para cubrir los porcentajes obligatorios de los recursos ajenos computables existentes tres meses antes.

CAPITULO IV

LA EVOLUCION FINANCIERA

I. El sistema crediticio

En la primera parte de este Capítulo se estudia la evolución del sistema crediticio en sus aspectos no monetarios, analizados con suficiente extensión y detalle en el Capítulo precedente. Enlazando directamente con aquél, se describe en primer lugar la generación de recursos del sistema haciendo hincapié en una cuestión no tenida en cuenta al estudiar los grandes agregados monetarios: la distribución de esos recursos entre los diferentes instrumentos que ofrecen las entidades de crédito. Esa distribución ha sufrido importantes cambios, en especial a partir de julio de 1973, a raíz de la reestructuración de tipos de interés y del comienzo de una fase de mayores tensiones crediticias. Se consideran a continuación las inversiones globales del sistema, punto en el que es de destacar la aceleración registrada por el crédito al sector privado, al reducirse el déficit financiero de los sectores públicos y exterior y menguar, por tanto, el flujo de fondos recibidos por el sector privado del resto de los sectores reales.

El cambio en la estructura de los pasivos del sistema implica, dadas las especializaciones de las diferentes entidades, modificaciones en la participación de cada grupo de éstas en la corriente global canalizada por el sistema. Destacan aún las ganancias relativas registradas por la banca industrial, que ha sabido compensar la pérdida del monopolio de los depósitos a largo plazo con una intensificación de sus emisiones de bonos.

Por otro lado, los recursos procedentes del sector privado, en los que se centra el análisis del sistema crediticio, no son los únicos con que cuentan a nivel individual las entidades de crédito para realizar sus inversiones. Este es el tema que se estudia a continuación, resultando, en el juego de trasvases entre entidades, que la banca industrial ha sido receptora neta de fondos del resto del sistema en cifras de alguna consideración, fundamentalmente a costa de las cajas de ahorros. Con todo ello, quedan definidos los recursos netos a invertir por cada grupo de entidades. Dentro de una tónica general de aceleración de las inversiones de todos y cada uno de los grupos de entidades, destaca el avance de los bancos industriales y, por otros motivos, la aceleración del crédito de las cajas de ahorros en los últimos meses del año.

Esta sección del Capítulo termina con el estudio de algunos aspectos particulares de especial interés de la financiación del sistema a la economía: el estudio de los circuitos privilegiados de financiación y el análisis del crédito por plazos. Los primeros siguen retrocediendo en importancia en el volumen total de financiación otorgado por el sistema, al suavizarse algunos coeficientes de inversión, mantenerse baja la actividad del crédito oficial y ser reducidas las necesidades financieras públicas. El análisis por plazos de la financiación muestra, en cambio, un nuevo aumento en la proporción del crédito a medio y largo plazo.

La mención que se hace de otras entidades de crédito no incluidas en el sistema crediticio es poco más que formal, al carecer de datos estadísticos o contables suficientes sobre uno de sus grupos más importantes (las financieras de ventas a plazos de bienes de consumo y las financieras inmobiliarias). La expansión de las entidades de las que se tienen datos (cooperativas, financieras de bienes de equipo) ha sido muy fuerte.

I.1. Evolución de los recursos del sistema crediticio.

El crecimiento del dinero se mantuvo en 1973, por tercer año consecutivo, a un nivel netamente superior a la media de los años precedentes, delineándose así la fase de expansión monetaria más fuerte y prolongada de las últimas décadas. Esto es cierto tanto para la oferta monetaria, o dinero en sentido estricto, como para las disponibilidades líquidas. La primera arroja un aumento del 23,1 por 100 en 1973 y de 23,8 en el trienio 1971-73, media superior en casi 10 puntos a la de los diez años precedentes. Las disponibilidades, por su parte, crecieron un 24 por 100 en el último año y un 23,7 en 1971-73, frente a una tasa media de 17,7 en el período 61-70 (ver cuadro IV-1).

Cabe destacar, por otra parte, que si en años anteriores los componentes menos líquidos del dinero (cuentas de ahorro y plazo) crecían a ritmos claramente superiores a la oferta moneta-

CUADRO IV-1

Tasas de crecimiento de las magnitudes monetarias (a)

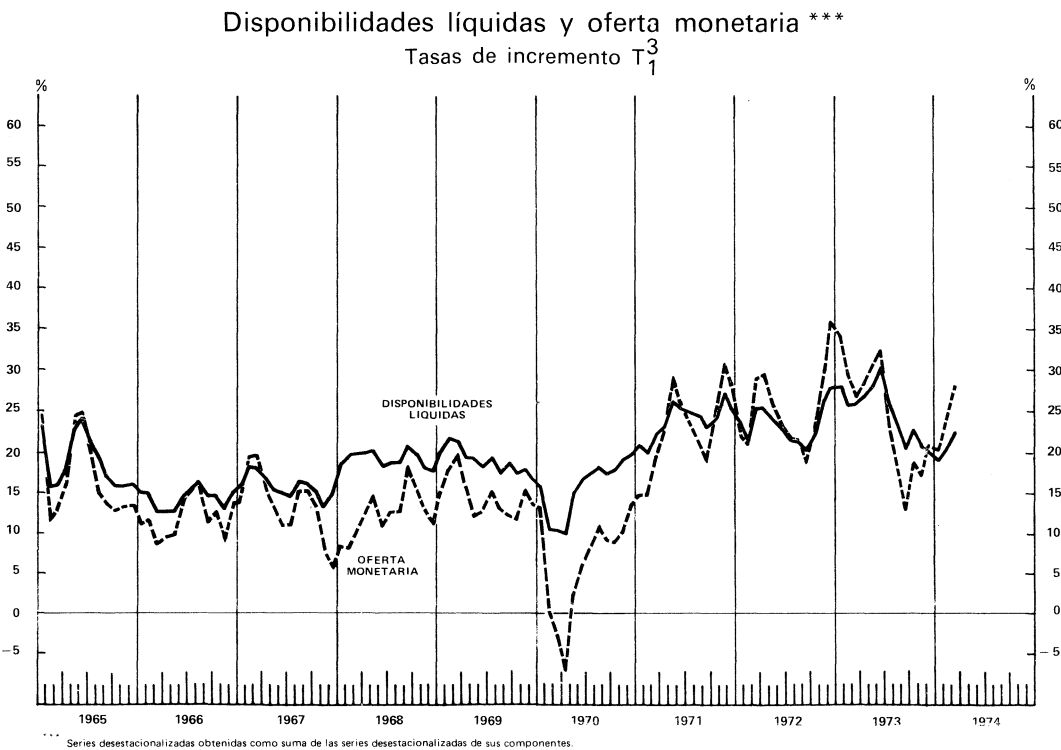
Porcentajes

	Disponibi- lidades líquidas	Oferta monetaria			Otros depósitos		
		Total	Efectivo	Depósitos a la vista	Total	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
1961	16,9	13,1	11,9	14,0	20,9	17,2	28,9
1962	20,5	18,5	16,8	19,5	22,5	18,8	30,0
1963	17,8	17,0	15,1	18,1	18,6	18,4	18,9
1964	21,2	18,7	16,7	19,9	23,6	29,9	12,0
1965	18,2	15,7	14,7	16,3	20,4	25,9	8,7
1966	14,3	12,1	16,0	9,9	16,3	21,4	7,9
1967	15,4	13,6	13,6	13,6	17,0	7,2	15,6
1968	18,8	12,2	9,7	13,6	24,2	21,6	56,6
1969	18,8	14,7	11,4	16,5	21,9	15,1	35,4
1970	15,1	5,9	8,5	4,6	21,5	2,8	53,2
Media 1961-70	17,7	14,2	13,4	14,6	20,7	17,8	26,7
1971	23,9	23,4	11,8	29,7	24,1	17,4	31,8
1972	23,3	24,8	13,8	30,0	22,4	23,5	21,3
1973	24,0	23,1	15,6	26,2	24,7	18,2	31,3
Media 1971-73	23,7	23,8	13,7	28,6	23,7	19,7	28,1

(a) Diciembre sobre diciembre del año anterior.

ria, en la fase expansiva 1971-72 no ha sido así; en conjunto, las tasas de crecimiento de la oferta monetaria y de los depósitos cuasimonetarios se han equiparado, aunque a lo largo del período se hayan producido diferencias ocasionales, dada la menor estabilidad de las cuentas corrientes. La aceleración registrada por el dinero en sentido estricto debe imputarse íntegramente a los depósitos a la vista, puesto que su otro componente, los billetes y moneda en manos del público, a pesar de que ha crecido a ritmo algo más vivo en años precedentes, sigue perdiendo peso relativo dentro del conjunto de los activos monetarios del público.

GRAFICO IV-1



Las razones de este desplazamiento hacia los depósitos más líquidos en el trienio 1971-73 pueden ser varias, sin que sea factible pronunciarse definitivamente sobre ellas. En 1971 tuvo lugar, en varias fases, una reducción de diferenciales entre los distintos tipos de depósitos que favoreció a los depósitos a la vista (1). En ese año y en los siguientes, la distribución de rentas favoreció a las empresas e, indirectamente, a la generación de cuentas corrientes. Finalmente las tensiones inflacionistas de los últimos dos años restan atractivo a los depósitos como instrumento de ahorro, estimulando al público a realizar colocaciones más líquidas. El relativo desdibujamiento del fenómeno en 1973 podría atribuirse, por otra parte, a un nuevo ajuste

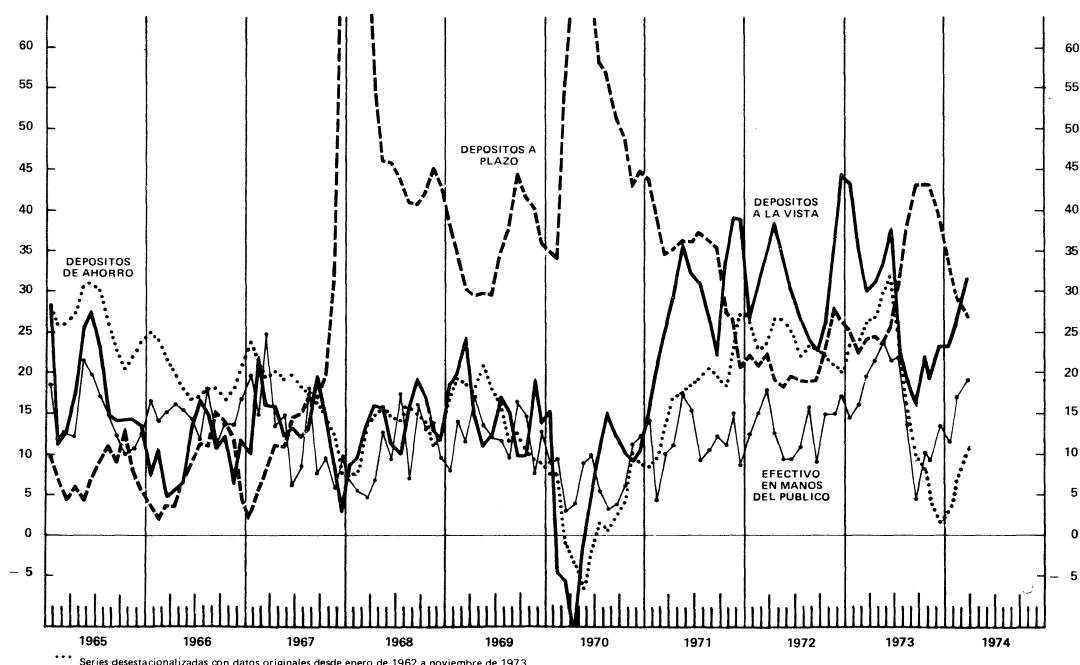
(1) Los tipos de interés se muestran en el Capítulo III, cuadro 4.

de diferenciales en el mes de julio, esta vez contrario a las cuentas corrientes; ese movimiento fue seguido, efectivamente, de una brusca desaceleración en las tasas de crecimiento de la oferta monetaria, en la que debieron influir, sin embargo, otras causas difíciles de precisar, además del cambio de tipos de interés.

GRAFICO IV-2

Disponibilidades líquidas: componentes ***

Tasas de incremento T_1^3



El juego de los diferenciales de interés es patente en la evolución de los depósitos cuasimone-
tarios. Las imposiciones a plazo, que desde 1967 vienen mostrando una acusada sensibilidad
a los movimientos relativos de tipos de interés, se habían resentido en 1971 del descenso de los
diferenciales a su favor en relación con los depósitos de ahorro y cuentas corrientes. Su ritmo
de crecimiento se redujo apreciablemente y se mantuvo, durante 1972 y parte de 1973, a ni-
veles modestos en comparación con años anteriores, aunque todavía importantes (en un orden
de magnitud comprendido entre el 20 y el 25 por 100). La modificación de tipos en julio de
1973 provocó de inmediato una aceleración en la generación de depósitos a plazo, hasta ritmos
superiores al 40 por 100, situando el crecimiento de diciembre a diciembre en un 31,7 por
100 (1). Esta aceleración presenta características diferentes de las que se habían registrado en

(1) Debe hacerse constar que el ajuste siguiente a la modificación de tipos ha sido, pese a su importancia absoluta, más modesto que los que tuvieron lugar en 1967-68 y en 1970, años en que durante el trimestre siguiente al cambio de interés se registraron tasas superiores al 70 por 100. Esta mayor moderación se

CUADRO IV-2

Evolución del pasivo del sistema crediticio

Miles de millones de pesetas

	Variación anual			Saldo a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
Disponibilidades líquidas	465,6	563,3	716,7	3.697,0
Oferta monetaria	173,1	226,1	262,7	1.401,9
Efectivo	31,2	40,5	52,4	387,1
Depósitos a la vista	141,9	185,6	210,3	1.014,8
Depósitos de ahorro	112,3	178,2	170,4	1.106,2
Depósitos de ahorro vinculado	0,2	1,1	— 0,7	6,7
Depósitos a plazo	180,0	157,9	284,3	1.182,2
Hasta tres meses	0,6	1,0	5,5	11,9
De tres a seis meses	11,0	— 3,7	6,9	53,7
De seis meses a un año	138,1	109,4	27,6	760,1
De un año a dos años	4,4	3,7	4,6	16,8
A mayor plazo	26,0	47,3	239,9	339,7
Otros recursos	— 2,2	40,6	105,3	355,6
Depósitos de importadores	— 25,7	—	—	—
Bonos de caja	0,9	1,6	32,0	61,8
Cédulas EOC	— 0,8	— 0,2	0,2	8,5
Cuentas de capital	23,4	39,2	73,1	285,3
Capital desembolsado de la banca privada	9,9	15,1	25,2	92,5
Otras cuentas de capital	13,5	24,1	47,9	192,8
Recursos totales	463,4	603,9	821,6	4.052,6

1967 ó 1969, tras las ampliaciones de diferenciales a favor de los depósitos a plazo que entonces tuvieron lugar, puesto que en el caso presente los depósitos a plazo beneficiados no han sido aquellos cuyo diferencial ha mejorado (esto es, los depósitos a plazos comprendidos entre tres meses y un año, cuyo diferencial con los depósitos de ahorro gana medio punto y con las cuentas corrientes, tres cuartos de punto), sino una categoría de depósitos que en vez de mejorar, retroceden relativamente: los depósitos a más de dos años, que en el régimen precedente de libertad de interés rentaban generalmente el 6 por 100 a dos años y el 7 por 100, a cinco, llegando en algún caso al 8 por 100, y que a partir de julio se unifican al 6 por 100 máximo. Pues bien, son los depósitos a más de dos años los que aumentan un 240 por 100, pasando de constituir un 11 por 100 del total de imposiciones a plazo, a fines de 1972, a un 29 por 100, a fines de 1973. En cambio, el crecimiento de los depósitos a un año es un mero 4 por 100, pese a su alza de diferencial. Esta paradoja se resuelve, sin embargo, cuando se tiene en cuenta que la orden que modifica los tipos de julio autoriza a la banca comercial y a las Cajas de Ahorros a practicar las imposiciones a más de dos años, reservadas antes a los bancos industriales y de nego-

debe a que al suponer en la actualidad los depósitos a plazo un porcentaje del total de depósitos bastante mayor que en la década de los 60, las transferencias entre distintas clases de depósitos, aun siendo de parecida importancia absoluta, presentan ya menor importancia relativa.

CUADRO IV-3

Depósitos y bonos de caja: detalle por emisores

Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	Banca no industrial			Banca industrial			Cajas de ahorros		
	XII-72	VI-73	XII-73	XII-72	VI-73	XII-73	XII-72	VI-73	XII-73
TOTAL DEPOSITOS (a)	1.624,4	1.776,5	2.037,7	142,6	183,5	205,9	869,5	937,4	1.061,6
Depósitos a la vista	689,6	737,6	865,0	33,5	37,1	45,7	70,0	79,5	94,1
Depósitos de ahorro	462,0	512,3	533,5	7,3	9,3	8,6	466,6	501,5	564,1
Depósitos de ahorro vinculado	0,4	0,4	0,3	—	—	—	6,9	8,1	6,4
Depósitos a plazo (b)	472,4	525,3	638,9	101,8	137,1	151,6	326,0	348,3	397,0
Hasta tres meses	6,0	4,1	10,2	—	0,1	0,7	0,5	0,5	1,1
Tres a seis meses	33,4	33,8	38,3	0,2	0,6	1,1	13,2	12,7	14,3
Seis a doce meses	432,3	486,0	452,5	1,8	1,5	2,1	298,4	320,4	305,5
Uno a dos años	0,5	0,9	5,2	0,1	0,2	0,3	11,4	14,7	11,3
Más de dos años	0,2	0,5	132,7	99,6	134,7	147,4	—	—	59,5
BONOS DE CAJA (c)	—	—	—	59,5	67,8	114,6	—	—	—
Detalle Certificados de depósito	—	—	—	50,1	71,1	83,1	—	—	—

(a) De particulares y empresas.

(b) La definición de plazos a efectos de los balances de bancos y cajas de ahorros no coincide con la utilizada al fijar los tipos de interés. Así, los balances clasifican las imposiciones a plazo en los grupos siguientes: «Hasta noventa días», «hasta seis meses», «hasta un año», «hasta dos años» y a «mayor plazo», mientras que la orden de 4 de julio de 1969 establece tipos distintos para las imposiciones «a tres meses», «a seis meses», «a un año» y «a más de dos años». Esta última clasificación se ha interpretado en el sentido de que los tipos fijados se deben aplicar a las imposiciones cuyo plazo sea como *mínimo* el indicado; así, el de un año se aplicará a los depósitos de plazo comprendido entre uno y dos años. Con tal interpretación, ambas definiciones solo coinciden en sus últimas categorías; la primera del balance comprenderá imposiciones a menos de tres meses, que no tienen señalado interés específico en la orden, y las realizadas a noventa días, a las que, presumiblemente, se aplica el interés fijado para tres meses; la segunda comprende depósitos entre tres y seis meses menos un día, que devengan el de seis meses; y así sucesivamente. En la práctica, la falta de correspondencia no es grave, pues los depósitos a plazos atípicos son, al parecer, escasos, aunque no inexistentes. A efectos de análisis, vamos a suponer que todos los depósitos «hasta un año» devengan el interés «a un año».

(c) Total; no coincide con las cifras del sistema crediticio (cuadro IV-2), en las que se excluyen los bonos adquiridos por las entidades incluidas en el propio sistema.

cios (1). Y las tasas de crecimiento indicadas recogen, por lo que respecta al total de imposiciones a plazo, el desplazamiento, esperable según la experiencia pasada, de otros tipos de depósitos a esta modalidad; pero por lo que respecta a los depósitos a un año y a más de dos, una conversión masiva en el seno de los bancos comerciales y de las cajas de ahorros de depósitos a un año en depósitos a dos años.

Ello indico que existía una demanda potencial de depósitos a plazo más largo y tipo más alto que no se hacía efectiva por imperfecciones del mercado de depósitos, al ser los únicos entes que la podían cubrir, los bancos industriales, instituciones menos conocidas, relativamente nuevas y pequeñas y con escasos puntos de venta en el país. Esa demanda potencial se está realizando ahora en detrimento de los depósitos a un año, que han disminuido un 6 por 100 (unos 48.000 millones de pesetas) entre junio y diciembre de 1973. Y también en detrimento de la banca industrial, ya que en el régimen anterior es de suponer que los propios bancos comerciales matrices de un banco industrial canalizaban parte de dicha demanda hacia su filial, para recuperar luego los fondos a través de los depósitos interbancarios (2), de hecho el crecimiento de los depósitos a plazo de los bancos industriales, que en el primer semestre excedía ampliamente al de los comerciales (34,7 por 100, frente a 11,2 por 100, respectivamente), en el segundo se retrasa de modo patente, tanto frente a los bancos comerciales como frente a las cajas de ahorros: entre junio y diciembre, el ritmo de aumento de las imposiciones a plazo fijo en bancos industriales es de solo un 10,6 por 100, frente a un 21,6 por 100 para los bancos comerciales y un 14 por 100 para las cajas de ahorros.

La banca industrial conserva, sin embargo, dos instrumentos de mercado exclusivos: los certificados de depósito y los bonos de caja. Y es seguramente significativo que en el segundo semestre de 1973 hayan sido precisamente estos dos instrumentos los que han constituido la base del crecimiento de este grupo de entidades. Prácticamente, la totalidad del crecimiento de sus depósitos a plazo ha tomado la forma de certificados. Debe recordarse que aunque los tipos de interés nominales de los certificados no difieren de los tipos de los depósitos ordinarios de igual madurez, su endosabilidad les confiere una liquidez que los convierte, desde el punto de vista del depositante, en un activo a corto plazo. Lo mismo sucede con los bonos, que al atractivo de una rentabilidad del 7,5 por 100 (antes de septiembre de 1973, un 7 por 100), con un margen, por tanto, de punto y medio sobre los depósitos más rentables, unen la negociabilidad en bolsa. Ello justifica su crecimiento inusitado en la segunda mitad del año, en la que se han colocado 46,8 mil millones de bonos, cinco veces más que en la primera (3),

- (1) Estrictamente hablando, los bancos comerciales y las cajas de ahorros también podían, con anterioridad a julio de 1973, recibir depósitos a dos años o más, pero abonándoles el mismo tipo de interés de los depósitos a un año, razón por la que su volumen de depósitos a más de un año era prácticamente nulo.
- (2) Ver el apartado I.3.2.
- (3) Debe recordarse, incidentalmente, que los bancos programaron un total de emisiones de 76.300 millones de pesetas, de las que quedaban sin colocar a fin de diciembre cerca de 20.000 millones. Hubo, pues, una sobreestimación de la capacidad de absorción del mercado, dadas las condiciones de emisión practicadas en la actualidad.

siendo de destacar el esfuerzo realizado por la banca para atraer a los inversionistas privados, a diferencia de años anteriores, en los que las cajas de ahorros habían monopolizado prácticamente la demanda de ese mercado; ya en el primer semestre de 1973 había síntomas de una reactivación de la demanda no institucional de bonos. En cualquier caso, los bancos interesados en su emisión se han ocupado de crear mercado tanto para los certificados como para los bonos, de manera que la ventaja de su negociabilidad, y por tanto liquidez, no es meramente teórica.

Los depósitos de ahorro han sufrido, en mayor medida que los depósitos a la vista, la competencia de los depósitos a plazo en la segunda mitad del año. La erosión registrada por estas cuentas ha sido menos brusca que en rectificaciones anteriores de la estructura de tipos, y en el conjunto del segundo semestre los depósitos de ahorro todavía muestran un alza sustancial; la desaceleración se ha ido acentuando, sin embargo, hasta fines de año, momento en que su tasa de crecimiento llegó a ser casi nula. A principios de 1974, tanto el crecimiento de los depósitos a plazo como de las cuentas de ahorro comenzaban a normalizarse. Debe observarse, por otro lado, que el reajuste entre depósitos de ahorro y depósitos a plazo se ha centrado exclusivamente en la banca comercial; las cajas de ahorros, más leales a su fuente fundamental de recursos, o quizás con una clientela menos sensible a los tipos de interés, no han registrado en el segundo semestre una transferencia apreciable entre las cuentas de ahorro y las cuentas a plazo.

Para completar el estudio de los recursos financieros del sistema crediticio hay que hacer una breve mención de la cifra de recursos propios. Estos aumentan en 1973 en 73,1 mil millones de pesetas, lo que, sobre los saldos a principios de año, dan un crecimiento del 34 por 100, superior al de los recursos ajenos. A este crecimiento colaboran un incremento muy importante (de 25,1 mil millones, con alza del 37 por 100) en el capital desembolsado de la banca privada, colocado fuera del propio sistema, y un fuerte aumento de las reservas de todos los grupos de entidades integrados en él (Banco de España, banca privada, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito).

I.2. Los activos del sistema.

Al considerar la colocación o inversión de los recursos netos del sistema crediticio, el fenómeno más destacable es el incremento relativo que vienen registrando sus activos sobre el sector privado, en detrimento de los activos exteriores o de los activos sobre el sector público.

Las tasas de crecimiento de estos dos últimos sectores, en efecto, aunque todavía positivas, muestran una significativa desaceleración, al contrario de lo que sucede con la de los activos privados. En el caso del sector exterior, la acumulación de reservas oficiales ha cedido tanto en tasas de crecimiento como en cifras absolutas, mientras que la posición neta de la banca con el exterior, típicamente pasiva, ha empeorado ligeramente. Con relación al sector público,

CUADRO IV-4

Evolución de los activos del sistema crediticio

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Variaciones netas absolutas (a)			Variaciones netas relativas (b)			Saldo a 31 de diciembre de 1973 (a)
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	
SECTOR EXTERIOR	83,7	81,9	63,2	83,9	44,6	23,8	328,6
Reservas centrales	103,0	93,1	76,0	85,5	41,7	24,0	392,6
Posición neta de la banca	— 15,2	— 8,0	— 13,3	102,7	26,7	— 35,0	— 51,3
Otros saldos (neto)	— 4,1	— 3,2	0,5	69,5	32,0	3,8	— 12,7
SECTOR PUBLICO	28,7	25,8	18,7	12,0	9,6	1,2	312,3
Créditos: Administración Central	2,4	— 21,5	13,2	5,7	— 50,5	} 70,3	37,3
Bonos del Tesoro (c)	—	—	2,2	—	—		—
Créditos: Organismos	— 25,4	7,2	— 0,1	— 27,9	11,0	} —	72,7
Fondos públicos (d)	71,9	58,0	29,1	20,8	13,9		504,0
Dotaciones y otras cuentas (e)	— 20,2	— 17,9	— 25,7	— 8,5	— 6,9	— 9,3	— 301,7
SECTOR PRIVADO	314,5	467,2	701,1	18,0	22,6	27,7	3.231,0
Créditos	265,4	428,4	614,0	17,4	23,9	27,6	2.836,7
Valores industriales	49,2	38,8	87,1	22,4	14,5	28,4	394,3
Acciones	19,7	10,5	44,1	23,4	10,1	38,6	158,4
Obligaciones	29,5	28,3	43,0	21,8	17,2	22,3	235,9
OTRAS CUENTAS NETAS	36,5	29,0	38,6	47,0	26,2	27,2	180,7
Activo real	11,5	14,3	21,5	17,3	18,3	23,3	113,9
Otros activos (neto)	25,0	14,7	17,1	250,0	42,0	34,4	66,8
Inversiones totales	463,4	603,9	821,6	21,4	23,0	25,4	4.052,6

- (a) El signo (—) indica pasivos, disminución de activos o aumento de pasivos.
- (b) Sobre los saldos a fin del período anterior.
- (c) Bonos en cartera del sistema crediticio, excepto Banco de España.
- (d) Deducidas las cédulas de los Bancos Hipotecario y de Crédito Local en cartera del sistema crediticio.
- (e) Resultado de relaciones entre el crédito oficial y el Tesoro.

continúa la tendencia de años anteriores, volviendo a reducirse su recurso al sistema crediticio. Ciertamente, la forma en que ha tenido lugar éste ha sufrido una importante alteración, puesto que las emisiones colocadas en bancos y cajas de ahorros han experimentado un fuerte descenso y, en cambio, el Tesoro ha tenido que acudir en cuantía importante al banco emisor. Pero, en suma, las necesidades financieras del Tesoro, organismos públicos y entes locales a cubrir en el sistema han registrado, por segundo año consecutivo, un acusado descenso.

En cambio, la financiación al sector privado muestra una decidida aceleración, con un aumento neto de 700.000 millones de pesetas, equivalente al 27,2 por 100 de la cartera de créditos y valores a comienzos del ejercicio. El conjunto de «otras cuentas netas» del sistema crediticio,

que en gran parte puede asimilarse a financiación al sector privado, crece a un ritmo muy similar, por tanto, también, muy superior al de la financiación a los sectores público y exterior.

A diferencia de lo ocurrido en los tres años anteriores, en 1973 el crecimiento experimentado por el sector privado resulta superior al de las disponibilidades líquidas, que fue del 24 por 100. Esta comparación no es meramente ilustrativa, sino que, en conexión con el descenso relativo de la financiación a los otros dos grandes sectores, debe explicar la extraordinaria cifra de crédito del último ejercicio. En efecto, durante los períodos en que crece rápidamente la masa monetaria, como ha sucedido desde mediados de 1970 hasta el tercer trimestre de 1973, cabe esperar que esa magnitud será la variable clave en la evolución general del sistema crediticio. Las disponibilidades líquidas, que, como hemos visto anteriormente (cuadro IV-2), constituyen más del 90 por 100 de los recursos del sistema, crecerán en función de las necesidades de los particulares y empresas, determinadas por la evolución de los ingresos reales, los precios y otras magnitudes macroeconómicas. Una parte de ese dinero la recibe el sector privado a cambio de las divisas que vende al sistema bancario cuando tiene un superávit en el conjunto de sus operaciones, reales o financieras, con el exterior; otra parte le llega del Tesoro y organismos, por la diferencia entre los pagos públicos que estos entes le hacen y los ingresos que en forma impositiva, financiera o por otras vías extraen de él. La financiación bancaria deberá cubrir el resto. Este resto podrá ser pequeño, si los otros dos flujos son importantes, o grande, si no lo son o resultan negativos.

Esos flujos, junto con la necesidad de financiar la propia demanda de dinero, reducen la conexión posible entre el crédito y las magnitudes macroeconómicas reales. Por ejemplo, una cifra de crédito pequeña, acompañada, sin embargo, de una cifra alta de crecimiento monetario (que se financia gracias al superávit exterior y el déficit público), solo significa, en relación con las inversiones privadas, que son o resultan negativas; en ningún caso ello implicará consecuencia alguna para la coyuntura económica. Por ejemplo, una cifra de crédito pequeña, acompañada, sin embargo, de una cifra alta de crecimiento monetario (gracias al superávit exterior y el déficit público), solo significa, en relación con la financiación de las inversiones privadas, que el sector se está autofinanciando, sea a nivel individual, sea a través de mercados o mecanismos ajenos al sistema crediticio; el sistema crediticio no participa en mayor cuantía en la intermediación de la financiación, en virtud del hecho de que el público no desea —todavía en la hipótesis de que no hay restricciones monetarias— absorber más activos monetarios o cuasimonetarios, esto es, más billetes o depósitos en bancos y cajas de ahorros. Por el contrario, una cifra más alta de crédito no deberá interpretarse como signo de mayores inversiones o de más actividad, sino que será el resultado mecánico de que al fallar los superávits financieros del sector privado sobre otros sectores económicos, la banca debe satisfacerle sus necesidades monetarias o, dicho de otro modo, que debe recuperar de la banca un porcentaje mayor de los recursos que le entregó en forma de depósitos para restablecer su equilibrio financiero.

A la luz de estas consideraciones generales es como debe interpretarse la evolución del crédito en 1973, puesto que las restricciones monetarias introducidas en el último trimestre de ese año no alteran todavía sensiblemente las cifras globales del ejercicio. Los sectores público y exterior habían cubierto un 24,3 por 100 de las necesidades monetarias privadas en 1971 (o, si se quiere, habían reciclado al sector privado ese porcentaje de los fondos entregados por éste al sistema monetario); en 1972, la proporción había caído al 17,9 por 100; en 1973 es tan solo de exactamente un 10 por 100. El crédito o la compra de valores privados tiene que cubrir, por tanto, la diferencia creciente. En 1974, si el sector exterior muestra un déficit superior al del sector público, la financiación al sector privado llegará a ser tal vez más del 100 por 100 de las disponibilidades; en el caso hipotético de que no se controlara la expansión monetaria, se produciría un aumento espectacular de los ritmos de crecimiento del crédito y ello, sin embargo, todavía no constituiría por sí mismo un indicador de mayor actividad o impulso a la economía.

CUADRO IV-5

Estructura de los activos del sistema crediticio

Porcentaje de los recursos totales

	Variaciones netas			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
Sector exterior	18,1	13,6	7,7	8,1
Sector público	6,2	4,3	2,3	7,7
Sector privado	67,9	77,3	85,3	79,7
Otras cuentas netas	7,8	4,8	4,7	4,5
	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Cuadro IV-4.

La óptica del análisis cambiaría, si de una situación de laxitud monetaria pasamos a otra de control. Con independencia del método que se adopte de control monetario, el propósito instrumental de las autoridades en este caso es ajustar la cifra de créditos o inversiones privadas de las entidades monetarias de modo que la cifra resultante, añadida a los flujos financieros previstos del sistema con los sectores públicos y exterior, produzcan el ritmo de crecimiento monetario que se plantea como objetivo final. Ahora la variable que marca la evolución monetaria ya no sería la generación privada de depósitos, sino la concesión de créditos. Las empresas que no reciben los créditos requeridos, deberán reducir su actividad —reduciendo así sus salidas financieras—, lo que, finalmente, reducirá la capacidad y el deseo de generar depósitos del sector privado, si la política seguida es restrictiva. Si la política fuera eficazmente expansiva, el aumento «forzado» de los créditos movería a las empresas a aumentar su actividad productiva e inversora, con las consecuencias lógicas sobre las magnitudes macroeconómicas, incluido el dinero.

I.3. Aspectos institucionales.

I.3.1. Recursos de los principales grupos de entidades crediticias.

El análisis precedente, centrado en el sistema crediticio como un todo, pretendía destacar la creación de activos monetarios o cuasimonetarios a favor de las economías privadas. A continuación se procederá a realizar una desagregación del sistema en sus diferentes grupos de entidades, con objeto de estudiar el comportamiento de las mismas, que presentan rasgos diferenciales acusados. Se van a considerar cuatro tipos de entidades: los bancos comerciales, los bancos industriales, las cajas de ahorros y las entidades oficiales de crédito; se prescinde del estudio de la actuación del Banco de España, que se ha desarrollado ya con suficiente amplitud en el Capítulo anterior.

En el análisis del sistema crediticio se eliminaba una serie de recursos ajenos no generados por el sector privado interno, sino por los sectores público y exterior, restados de las partidas de activo correspondientes a estos sectores. Sin embargo, esas partidas constituyen recursos para invertir desde el punto de vista de las entidades receptoras, lo que obliga a readmitirlas en el pasivo en el análisis individual de los entes crediticios. Por otra parte, no todos los recursos son traspasados a usuarios finales de fondos por las entidades que los reciben, sino que una parte de cierta importancia se transfiere de unas entidades a otras por una diversidad de motivos. En la presente sección se muestran los recursos «brutos» (con las salvedades que luego se verán) de las entidades, procedentes de sectores no financieros, para proceder en la siguiente a considerar los trasvases intrasistema, antes de analizar, finalmente, las inversiones fuera del sistema en una sección posterior.

Los recursos ajenos aún no considerados, excluyendo todavía los fondos intrasistema, son los depósitos de no residentes en el caso de los bancos; estos mismos (limitados casi exclusivamente a las libretas de emigrantes) y algunos depósitos de organismos públicos, en el caso de las cajas de ahorros, y las dotaciones del Tesoro, ciertos préstamos exteriores de escasa cuantía y una cifra mínima de depósitos, en general asociados a operaciones de activo y de la que no nos vamos a ocupar, en el caso de las entidades oficiales de crédito.

En este análisis no se considera la cifra bruta de pasivos exteriores de la banca, puesto que una parte muy importante de los mismos obtenida en el mercado de eurodivisas se reinvierte automáticamente en él, sin afectar a las inversiones ordinarias: se trata, en virtud de las disposiciones vigentes, de un circuito casi cerrado del que importan más aquí las «filtraciones» fuera del circuito que éste en sí. Por ello se restarán de los pasivos exteriores totales los depósitos de la banca española en moneda extranjera en bancos extranjeros.

Como puede verse en el cuadro IV-6, los recursos exteriores «netos», en el sentido del párrafo precedente, han supuesto una aportación de cierta importancia (17.200 millones de pesetas) para los bancos comerciales; no así para los industriales, que si bien tienen una parti-

Evolución de los recursos de las entidades crediticias
Detalle por grupos de entidades

Miles de millones de pesetas

	Banca comercial				Banca industrial				Cajas de Ahorros				Entidades oficiales de crédito			
	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973		1971	1972	1973		1971	1972	1973		1971	1972	1973	
Recursos propios . . .	11,4	20,6	33,5	159,6	7,1	7,5	13,6	44,7	6,1	10,2	13,7	57,7	1,8	0,8	1,0	5,8
Recursos ajenos																
Depósitos	263,8	311,5	413,3	2.037,7	30,5	54,5	63,4	205,9	148,8	154,3	195,8	1.101,2	—	—	—	—
Bonos y cédu- las (a)	—	—	—	—	1,3	2,1	32,8	63,6	—	—	—	—	—0,8	—0,2	—0,2	8,5
Dotaciones del Tesoro	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	20,6	17,7	25,5	301,7
Pasivos exte- rios (b)	13,8	4,9	17,2	52,6	0,7	0,9	0,6	3,4	0,9	1,9	2,7	5,6	1,1	0,3	0,2	6,3
TOTAL	289,0	337,0	464,0	2.249,9	39,6	65,0	110,4	317,6	155,8	166,4	212,3	1.164,5	22,7	18,6	26,5	322,3
Recursos de cada grupo en porcen- taje de los recur- sos totales de los cuatro grupos de entidades	57,0	57,4	57,1	55,6	7,8	11,1	13,6	7,8	30,7	28,3	26,1	28,7	4,5	3,2	3,2	7,9

(a) Excluidos los que están en poder de otras entidades crediticias.

(b) Deducidos los depósitos de la banca en bancos y banqueros extranjeros.

cipación normal en el circuito de eurodólares (ver detalle en el cuadro IV-7), presentan escaso volumen de depósitos exteriores no bancarios o en pesetas convertibles. En cuanto a las cajas de ahorros, recién llegadas a este terreno (en 1970 sus pasivos exteriores eran prácticamente nulos), muestran un apreciable incremento, centrado de modo prácticamente exclusivo en las libretas de ahorro del emigrante, cuentas que tienen menor peso en el caso de los bancos comerciales (1) y nulo en el de los industriales.

CUADRO IV-7

Detalle de los pasivos exteriores de la banca

Saldos a 31 de diciembre

Miles de millones de pesetas

	Banca comercial				Banca industrial			
	1970	1971	1972	1973	1970	1971	1972	1973
Recursos exteriores netos	16,7	30,5	35,4	52,6	1,2	1,9	2,8	3,4
Depósitos de no residentes:								
En moneda extranjera	26,5	35,4	51,2	76,2	0,6	0,8	1,2	3,0
En pesetas convertibles	8,3	15,2	19,7	15,2	0,3	0,7	1,1	0,5
Depósitos de bancos y banqueros extranjeros:								
En moneda extranjera	35,7	52,7	96,1	137,9	6,0	16,2	12,4	18,9
En pesetas convertibles	4,4	5,4	7,5	9,8	0,4	0,3	0,2	0,3
Menos: Depósitos en bancos y banqueros extranjeros	— 58,2	— 78,2	— 139,1	— 186,5	— 6,1	— 16,1	— 12,1	— 19,3
Pro memoria								
Cuentas de ahorro del emigrante:								
En pesetas convertibles	—	0,1	0,3	1,2	—	—	—	—
En pesetas interiores	—	0,9	2,7	7,3	—	—	—	—

Los depósitos de organismos públicos en las cajas de ahorros aumentaron en 1973 en 11.000 millones de pesetas, con un aumento de un 32,6 por 100 sobre los saldos a final del año precedente. Estos recursos suponen ahora un 4 por 100 de los fondos totales de las cajas, aunque se trata de unos recursos sometidos a grandes fluctuaciones (2).

- (1) Sin embargo, los bancos comerciales contabilizan una cifra de cierta importancia de saldos de ahorro de emigrantes en pesetas interiores (ver cuadro IV-7).
- (2) Los depósitos públicos en las cajas incluyen saldos de las entidades gestoras de la Seguridad Social y depósitos de otros organismos. Es sabido que los bancos tienen también depósitos de aquellas entidades, aunque no se dispone de su desglose, quedando englobadas, por tanto, con los depósitos de particulares. A juzgar por los datos de los balances de las entidades de Seguridad Social y de las cajas, la banca tendría, en años pasados, unos 15.000 millones de pesetas de esta procedencia:

El principal recurso financiero de las entidades oficiales de crédito sigue siendo la aportación directa del Tesoro, pese a las autorizaciones contenidas en la Ley de Crédito Oficial, que permitirían una diversificación de los mismos; de hecho, los fondos obtenidos del sector exterior, los recursos propios o los depósitos de clientes se mueven en niveles mínimos y no se ha intentado la emisión directa de valores. Las dotaciones del Tesoro, por su parte, han ascendido a 25.500 millones, lo que supone un aumento de cierta consideración sobre los años inmediatamente precedentes, aunque todavía son inferiores a la cifra de recursos entregada a estas entidades en 1968 ó 1969.

Totalizando ahora los recursos propios o ajenos (excepción hecha de los recibidos de otros entes financieros) de cada uno de los cuatro grupos de entidades analizadas, se observa que la banca comercial ha mantenido su participación en el total de recursos generados durante 1973, que se eleva a un 57 por 100 de aquéllos. La banca industrial todavía la ha incrementado, pese a la pérdida de su privilegio en el mercado de depósitos a largo, gracias, en parte, a su expansión del primer semestre y, en parte, a sus emisiones de bonos; en 1973 ha absorbido un 13,6 por 100 de los recursos generados en el año, elevándose su participación total en el sistema, en términos de saldos acumulados a fin de año, a un 7,8 por 100. Por el contrario, las cajas de ahorros muestran un retroceso relativo en su captación de recursos, como ya les sucedió el año anterior; en 1973 han recibido poco más de una cuarta parte de los recursos totales. Los recursos de las entidades oficiales de crédito se mantienen a niveles muy modestos, como en los años precedentes, canalizando tan solo un 3,2 por 100 de los fondos intermediados por el sistema crediticio.

1.3.2. *Trasvases de fondos entre instituciones financieras.*

Como ya se ha indicado, los recursos con que cuenta cada grupo de entidades crediticias para financiar a los usuarios finales de fondos no coinciden con los recursos por ellas recibidos de los sectores «reales» de la economía. Existe una serie de trasvases financieros motivados, en unos casos, por la necesidad o conveniencia de mantener recursos líquidos, sea en el banco central, sea en otras instituciones; en otros, por ofrecer algunos entes crediticios inversiones alternativas interesantes a los demás componentes del sistema, o, en ciertas situaciones, por existir relaciones de dependencia entre entidades. Estas relaciones son muy complejas, ya que se establecen por multitud de canales y prácticamente en ambos sentidos entre cada grupo de entidades. El detalle contable de que se dispone en la actualidad no permite cifrar con exac-

	(Miles de millones de pesetas)			
	1970	1971	1972	1973
Seguridad Social: depósitos totales.....	28,0	29,7	32,7	n. d.
Menos: Cajas de ahorros: depósitos de la Seguridad Social.	13,2	14,5	17,5	22,3
Resto.....	14,8	15,2	15,2	n. d.

titud esa red de relaciones financieras (1). Por tal razón, el análisis que se realiza a continuación debe tomarse tan solo como indicativo de los órdenes de magnitud de estos trasvases.

Analicemos en primer lugar los trasvases de fondos entre los cuatro grupos de entidades que consideramos en la sección precedente y el Banco de España. En gran medida, éstos resultan de la necesidad técnica o legal de mantener recursos líquidos en el Banco de España, compensada en parte por créditos de este último a las entidades; fueron, pues, implícitamente estudiados en el Capítulo anterior, al considerar la creación de liquidez y las intervenciones monetarias de la autoridad, quedando, por tanto, poco que decir aquí.

CUADRO IV-8

Trasvases de recursos entre entidades crediticias

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

DE \ A	Año	Banca comercial	Banca industrial	Cajas de ahorros	Entidades oficiales de crédito
Banco de España	1971	77,4 (a)	5,2 (a)	1,9 (b)	6,2 (c)
	1972	2,3	— 0,6	19,0	— 4,5
	1973	16,3	3,5	4,5	3,4
Banca comercial	1971	...	11,8 (d)	29,1 (e)	0,6 (g)
	1972	...	12,9	— 8,0	2,3
	1973	...	— 4,0	0,4	— 1,3
Banca industrial	1971	...	...	5,9 (f)	— (g)
	1972	...	...	19,7	0,1
	1973	...	...	15,2	—
Cajas de ahorros	1971	...	...	...	— (h)
	1972	...	...	...	3,9
	1973	...	...	...	— 1,9

- (a) Efectivo y depósitos (obligatorios o voluntarios, libres o no) en el Banco de España, menos redescuento o endoso de efectos y dispuesto en créditos.
- (b) Efectivo y depósitos en el Banco de España, menos crédito total dispuesto del Banco.
- (c) Efectivo y depósitos en el Banco de España, menos créditos dispuestos en el Banco.
- (d) Saldo neto de las cuentas de «Bancos y banqueros operantes en España: cuentas de Tesorería» de los bancos industriales, menos bonos de caja en cartera de la banca comercial.
- (e) Saldo neto de los depósitos de las cajas de ahorros en la banca comercial, menos los de ésta en las cajas.
- (f) Saldo neto de los depósitos de las cajas de ahorros en la banca industrial, menos los de ésta en las cajas, más los bonos de caja de bancos industriales en poder de las cajas.
- (g) Depósitos de las E. O. C. en los bancos, menos pólizas del crédito agrícola o marítimo, en cartera o redescontadas.
- (h) Depósitos de las E. O. C. en las cajas, más fondos del Banco de Crédito Agrícola traspasados a éstas, menos pólizas del crédito agrícola y marítimo en las cajas, menos otros créditos de las cajas a E. O. C., menos préstamos de las cajas con fondos del B. C. A.

(1) Por otra parte, las contabilizaciones de las operaciones según los proveedores y receptores de fondos muestran, cuando existe el dato, discrepancias importantes, debidas a desfases contables y diferencias de concepto o valoración.

Como puede verse en el cuadro IV-8, la banca comercial ha cedido recursos netos al banco central por un importe de 16.300 millones de pesetas en 1973, cifra superior a la del año precedente, pero muy reducida en comparación a la de 1971, año de gran acumulación de liquidez. Hay que indicar, además, que de esa suma, 10.300 millones fueron transferidos como consecuencia de la obligación impuesta de constituir depósitos sobre las cuentas en pesetas convertibles, lo que cancela en gran parte la entrada neta de recursos exteriores que registrábamos en la sección precedente. La transferencia de recursos en forma de absorción de liquidez (neta de los apoyos crediticios del banco emisor) ha sido, pues, muy reducida. Lo mismo cabe decir de la banca industrial, que presenta un perfil muy parecido, reducido, naturalmente, a su propio orden de magnitud. La única diferencia destacable con la banca comercial es el mínimo peso de los depósitos obligatorios, en contrapartida de cuentas en pesetas convertibles (unos 200 millones de pesetas), reflejo de la poca importancia, ya comentada, de las mencionadas cuentas en su actividad.

El comportamiento de los movimientos de fondos entre las cajas de ahorros y el Banco de España responde a unos principios muy distintos de los de la banca. En efecto, éstas mantienen sistemáticamente su liquidez en activos sobre el banco emisor al mínimo posible: hasta 1971, al mínimo técnico; desde entonces, al mínimo marcado por el coeficiente de caja. Sus recursos líquidos sobrantes se depositan en la banca, mecanismo que tiende a acumular en la banca los problemas de ajuste de liquidez de todo el sistema, tanto propios como de las cajas. La práctica de las cajas de ahorros de mantener sus recursos líquidos depositados en la banca se debe en alguna medida a razones técnicas, además de las razones obvias de rentabilidad. En efecto, las cajas, sin acceso directo a las cámaras de compensación oficiales y sin redes de sucursales fuera de su propia región, pero participando cada vez más en el sistema de pagos del país, tienen que mantener permanentemente unos saldos de maniobra importantes en los bancos que actúen como agentes o corresponsales suyos. Por otro lado, y compensando en cierto modo lo anterior, las cajas no se benefician de los créditos de apoyo de la autoridad monetaria, si se excluye la pignoración automática de valores, que jugó un papel importante en el momento de la introducción del coeficiente de caja. Así, pues, los trasvases de fondos cajas de ahorros-Banco de España, mínimos hasta 1971 (se limitaban prácticamente a la cobertura de las necesidades de caja en efectivo), registraron un brusco aumento en 1972, al entrar en juego el coeficiente, pese a su parcial compensación con pignoración, para disminuir en 1973 a una cifra modesta, resultante de la aplicación del coeficiente a un pasivo en aumento, y aun compensada parcialmente por presentaciones tardías de valores a pignoración.

Esta evolución debe asociarse a la registrada por los trasvases entre las cajas y la banca comercial (los que tienen lugar entre aquélla y la banca industrial responden a otros mecanismos). En efecto, el gran aumento de liquidez en todo el sistema crediticio en 1971, que afectó también a las cajas, se tradujo en un crecimiento neto de sus depósitos en bancos comerciales de 29.100 millones de pesetas; el impacto del coeficiente supuso en 1972 una retirada neta de 8.000 millones de depósitos de las cajas en los bancos; en tanto que las tensiones de liquidez registradas por el sistema crediticio, que a fines de 1973 comenzaban a repercutir en las cajas,

han hecho que los depósitos bancarios, que a lo largo del año se habían mantenido en cotas relativamente altas, cayeran luego bruscamente en diciembre, con lo que el movimiento de estas cuentas en el conjunto del año es nulo; la caída de diciembre se acentúa en los primeros meses de 1974 y es consecuencia lógica del traslado de la demanda de crédito de la banca a las cajas, a raíz de las restricciones de crédito apuntadas desde noviembre.

Los trasvases de fondos entre las entidades oficiales de crédito y los demás entes del sistema, poco importantes en cifras absolutas, tienen cierto interés en cuanto muestran cambios de política en su gestión de caja. En 1971, las entidades, reducida su actividad prestamista, acumulan un superávit financiero con el que reducen, primero, su dispuesto en el Banco de España y luego acumulan en depósitos libres en el mismo. En 1972, seguramente por razones de rentabilidad, tiene lugar un trasvase de recursos líquidos desde el Banco de España, que no remunera a sus depositantes, a la banca y las cajas de ahorros, que sí lo hacen. Durante gran parte de 1973, las entidades mantienen el grueso de su tesorería en bancos y cajas, pero a partir de octubre, y como parte del esfuerzo para restringir la liquidez del sistema bancario, se decide proceder a un nuevo trasvase de depósitos libres (1) de los bancos y cajas al Banco de España, movimiento que reflejan claramente las cifras del cuadro IV-8, dado que la posición global de tesorería de las entidades no ha variado apenas en el conjunto del año.

Al considerar anteriormente los trasvases entre las cajas y la banca se exceptuó a la banca industrial por intervenir, en este caso, un nuevo factor, al que ya se hizo mención al comienzo de este Capítulo. En efecto, las cajas de ahorros, además de depositar en la banca industrial una parte de su tesorería, se han convertido en los dos últimos años en demandantes muy importantes de bonos de caja, lo que se registra claramente en las transferencias netas de las cajas a los bancos industriales. Por otra parte, en la segunda mitad de 1973 surge el hecho, hasta ahora desacostumbrado, de que los bancos industriales empiezan a mostrar unos saldos activos de alguna consideración (entre 2.000 y 3.000 millones de pesetas, que ocasionalmente, en diciembre, superan los 5.000 millones) en las cajas; esos depósitos no pueden explicarse por servicios de cobro o transferencia (2) y de hecho los depósitos de bancos comerciales en cajas son prácticamente nulos; por tanto, deben relacionarse con las emisiones de bonos de caja tomadas por las cajas de ahorros, compensando en parte, al menos transitoriamente, la financiación de ésta a la banca industrial.

La última partida que queda por considerar la constituyen los trasvases entre bancos industriales y bancos comerciales. En este caso el análisis es más incompleto que en los precedentes, puesto que no ha sido posible tener en cuenta las transferencias resultantes de operaciones de cobranza y similares entre bancos (3), aunque cabe decir que la diferencia entre saldos activos y pasivos

- (1) Una parte de los depósitos en bancos y cajas está ligada a operaciones de crédito y no puede considerarse como tesorería.
- (2) Servicios que justifican, sin embargo, una parte de los depósitos de las cajas en los bancos.
- (3) Las cuentas «mutuas» entre bancos, que en principio deberían reflejar estos trasvases, muestran un saldo activo muy importante, atribuible a retrasos contables (por cargar el banco remitente de los documentos la operación en fecha anterior a aquella en que la operación es abonada por el banco receptor) y que imposibilita su análisis por grupos de bancos.

en esas operaciones es comparativamente mayor para los bancos industriales que para los restantes, indicio de que aquéllos utilizan los servicios de éstos en mayor medida que los comerciales usan los servicios de los bancos industriales, lo que implicaría que los comerciales disponen permanentemente de un cierto volumen de fondos de los bancos industriales por esta razón. Tampoco se han incluido las participaciones de capital de los bancos comerciales en los industriales por falta de datos elaborados; aquéllas deben implicar, en conjunto, un movimiento de fondos de signo contrario al anterior.

El análisis se limita, pues, al saldo de las cuentas de tesorería interbancarias, así como a la compra de bonos de caja por la banca comercial, partida esta última de menor importancia, de la que solo cabe destacar que a finales de 1973 mostraba algún apoyo por parte de la banca comercial al mercado de bonos. A través de sus cuentas de tesorería, los bancos industriales son, sistemáticamente, acreedores importantes de los restantes bancos, ascendiendo a fin de 1973 su saldo neto a 30,3 mil millones de pesetas. Este saldo se ha venido acumulando en años anteriores, importando las transferencias netas de fondos hacia la banca comercial una media de algo más de 12.000 millones de pesetas anuales en 1971 y 1972. En 1973, sin embargo, el proceso se interrumpe, registrándose una devolución de fondos a la banca industrial de 4.000 millones de pesetas. A estos efectos hay que distinguir en 1973 dos fases; en el primer semestre los saldos acreedores netos de la banca industrial todavía crecieron un 9,4 mil millones; por el contrario, en el segundo descendieron en 13.000 millones. Recuérdese que hasta esa fecha la banca industrial tiene el monopolio de los depósitos a más de dos años, que pierde en julio; además, muchos bancos industriales están vinculados a los grandes bancos nacionales: es de suponer que hasta junio la banca nacional accedía al mercado de depósitos a largo plazo a través de sus filiales industriales, que le transferían parte de los fondos obtenidos en él; desde esa fecha el mecanismo resulta superfluo. Cabe preguntarse si en el futuro este mecanismo continuará actuando para trasvasar a la banca comercial fondos recogidos por la banca

CUADRO IV-9

Saldos netos interbancarios (a)

Media mensual

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972	1973
Banca nacional	— 15,7	— 21,1	— 35,3	— 47,4
Banca regional	5,9	8,4	9,9	7,7
Banca local	0,8	— 0,2	— 2,8	— 1,5
Bancos extranjeros operantes en España	0,2	— 0,7	— 0,7	— 1,2
Banca industrial	7,0	12,6	26,5	39,1
TOTAL (b)	— 1,7	— 0,9	— 2,4	— 3,4

(a) Las cifras se refieren a las cuentas llamadas «de tesorería», con exclusión de las «cuentas mutuas» o de corresponsalia, que no obedecen a las motivaciones características de los mercados monetarios.
(b) Teóricamente, este total debería ser igual a cero, explicándose las cifras por desfases de contabilización.

industrial por la vía de los instrumentos que aún monopoliza, el bono de caja y el certificado de depósito.

Los bancos industriales no son los únicos tributarios financieros de otros bancos. En el cuadro IV-9 se muestran los saldos netos de operaciones de tesorería de cada uno de los cinco grupos en que suele dividirse a la banca (nacional, regional, local, extranjera e industrial). Las cifras recogidas son medias anuales, para evitar la incidencia de movimientos erráticos poco significativos. Como puede verse, las transferencias interbancarias de fondos han beneficiado sistemáticamente a la banca nacional, a expensas de la banca industrial, como ya se ha visto, y también de la banca regional, que presenta asimismo vinculaciones importantes. Los bancos locales y extranjeros, en cambio, son receptores sistemáticos de fondos, aunque en modesta cuantía, dada su dimensión relativa.

Obviamente, los fenómenos descritos en los dos párrafos precedentes impiden estudiar a través de las cuentas de bancos y banqueros la expansión del mercado interbancario, puesto que una parte importante de aquellas cuentas se genera en función de relaciones ajenas al mercado. Por lo tanto, ni el crecimiento de los saldos brutos de las cuentas de tesorería interbancarias en años anteriores (saldos que pasan de 32.000 millones, a fines de 1970, a 83.000, dos años después, y a 104.000 millones, en junio de 1973) refleja adecuadamente la expansión y generalización de los movimientos de fondos en el mercado interbancario, ni el descenso de estas cuentas en la segunda mitad de 1973 (hasta 78.000 millones en diciembre) supone necesariamente una desactivación del mercado. Antes bien, en el último ejercicio los trasvases de fondos intrasistema a través del mercado parecen haber aumentado de modo importante, hasta el punto de que puede hablarse ya de un verdadero mercado interbancario organizado, en el que participan regularmente un número creciente de entidades.

En el cuadro IV-10 se resumen, sobre la base de los datos del cuadro IV-8, los trasvases netos de fondos a favor de cada uno de los cuatro grupos de entidades crediticias considerados en esta sección. No es obvio advertir de nuevo que las cifras recogidas solo pueden tomarse como indicadores del orden de magnitud de los movimientos reales, debido a los problemas estadísticos que implica la construcción de un cuadro de esta naturaleza. Con esa salvedad, cabe indicar que la banca comercial había transferido fondos a otras entidades en 1971, por no compensar los que obtuvo de la banca industrial y de las cajas de ahorros a los que esterilizó en el Banco de España debido a su aumento de liquidez; se mantuvo en equilibrio aproximado el año siguiente, cancelándose entre sí las transferencias de los bancos industriales y las retiradas de las cajas; y vuelve en 1973 a ceder recursos al sistema, al secarse las transferencias de bancos industriales y cajas y aumentar sus entregas al banco emisor. La banca industrial, cedente neta de fondos en 1971, se ha convertido progresivamente en receptora, al aumentar su colocación de bonos en las cajas y reducir últimamente sus transferencias a la banca comercial. En cuanto a las cajas, unas veces por razones de tesorería, otras buscando una inversión financiera, son cedentes sistemáticamente de recursos en todo el período considerado, aunque va disminuyendo el volumen de sus cesiones.

Trasvases de recursos entre entidades crediticias
Variación anual neta

Miles de millones de pesetas

	Banco de España	Banca comercial	Banca industrial	Cajas de ahorros	Entidades oficiales de crédito
1971	90,7	— 35,9	— 11,1	— 36,9	— 6,8
1972	16,2	4,9	7,5	— 26,8	— 1,8
1973	27,7	— 21,2	15,7	— 22,0	— 0,2

Nota: Signo + , entrada neta en la entidad; signo — , salida neta de la entidad.

FUENTE: Cuadro IV-8.

1.3.3. Inversiones de las entidades de crédito.

Una vez ajustados los recursos obtenidos por la entidades de crédito del resto de la economía con aquéllos que fueron objeto de trasvase entre entidades, se dispone ya de la cifra neta de recursos a invertir por cada una de ellas (1).

El pasado ejercicio fue un año de fuerte expansión de las inversiones de todos y cada uno de los grupos de entidades de crédito estudiadas en este Capítulo. Esa expansión se concentra en sus carteras de valores industriales y créditos privados, puesto que los créditos y valores públicos redujeron su ritmo de crecimiento por segundo año consecutivo. En total el sistema crediticio, excluido el Banco de España, invirtió creca de 800.000 millones de pesetas netos, lo que supone un crecimiento de su cartera de un 24,6 por 100 sobre la que tenía a fin de 1972; esa tasa es superior en tres puntos a la de 1972 y en seis, a la de 1971. El crecimiento de las inversiones en créditos y valores privados fue de 28,3 por 100, frente a solo un 7,3 por 100 el caso de las inversiones en activos públicos. Ya se han explicado antes las razones del notable aumento de los activos sobre el sector privado, por lo que no es preciso detenerse de nuevo en este punto.

Analizando la evolución de los distintos grupos de entidades, y dentro de la tónica, que a todas alcanza, de aceleración de su ritmo de inversión, el año 1973 muestra una continuación de tendencias que ya apuntan en años anteriores.

(1) Con las salvedades que se indican en la nota al cuadro IV-11. Por otra parte, los totales de este cuadro no coincidirían con los del cuadro IV-4, referido a la totalidad del sistema crediticio, porque no estamos considerando ahora los activos del Banco de España y porque en el análisis precedente el sector público se presentaba neto de sus partidas de pasivo, mientras que aquí solo se tienen en cuenta las partidas que constituyen inversiones desde la óptica de las entidades.

Entidades de crédito: financiación a la economía

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Variaciones absolutas			Variaciones relativas			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	
BANCA COMERCIAL	244,3	345,5	458,1	19,1	22,7	24,5	2.328,1
Sector público	53,0	29,2	11,3	22,0	9,9	7,5	334,6
Créditos	—	—	0,1	...	...	...	10,8
Valores (a)	53,0	29,2	11,2	...	...	...	323,8
Sector privado	184,2	312,1	412,0	18,1	26,0	27,2	1.926,5
Créditos	172,4	295,8	382,8	...	...	...	1.794,8
Valores	7,1	9,4	19,5	...	...	...	84,0
Activo real	4,7	6,9	9,7	...	...	...	47,7
Bancos y banqueros (cuentas mutuas)	7,1	4,2	34,8	34,0	15,0	108,1	67,0
BANCA INDUSTRIAL	32,3	75,8	123,6	25,5	47,7	52,6	358,1
Sector público	0,6	1,0	1,6	18,8	26,3	33,3	6,4
Valores	0,6	1,0	1,6	...	...	...	6,3
Sector privado	32,4	66,5	117,2	27,1	43,8	53,7	335,5
Créditos	29,5	58,3	105,7	...	...	...	297,5
Valores	2,3	7,3	9,8	...	...	...	32,9
Activo real	0,6	0,9	1,7	...	...	...	5,1
Bancos y banqueros (cuentas mutuas)	— 0,7	8,3	4,8	— 17,9	259,4	40,9	16,2
CAJAS DE AHORROS	118,8	142,7	186,6	21,2	21,1	22,8	1.006,7
Sector público	18,7	27,7	18,9	15,7	20,1	11,5	184,7
Pagarés del Tesoro	—	—	2,3	...	...	...	2,3
Créditos (b)	—	0,2	0,6	...	...	...	2,3
Valores	18,7	27,5	16,0	...	...	...	180,1
Sector privado	100,1	115,0	167,7	22,7	21,4	25,6	822,0
Créditos (c)	52,6	68,2	105,0	...	...	...	474,4
Valores (a)	42,0	40,5	52,9	...	...	...	288,6
Activo real	5,5	6,3	9,8	...	...	...	59,0
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO	20,1	19,5	27,4	7,3	5,1	8,8	338,1
Sector público	9,2	8,9	9,4	16,4	13,6	12,7	83,6
Créditos (d)	8,6	8,8	9,4	...	...	...	82,2
Activo real	0,6	0,1	—	...	...	...	1,4
Sector privado	10,2	— 0,9	17,6	5,0	2,6	7,6	241,4
Créditos directos (d)	6,9	— 0,5	14,8				215,5
Créditos intermediados (d) (e)	3,3	— 0,4	2,8				25,9
Otros deudores	0,7	11,5	0,4				13,1
TOTAL	415,5	583,5	795,7	18,5	21,8	24,6	4.031,0
Sector público	81,5	66,8	41,2	19,4	13,3	7,3	609,3
Sector privado y otros	334,0	516,7	754,5	18,3	23,8	28,3	3.421,7

- (a) Excluidos bonos de caja de la banca industrial.
(b) A corporaciones locales y organismos autónomos no financieros.
(c) Con fondos propios.
(d) Créditos dispuestos y deudores.
(e) Créditos canalizados a través de otras instituciones financieras.

Nota: En principio, la suma de los recursos totales de cada grupo de entidades crediticias (cuadro IV-6) y los trasvases netos de recursos a su favor (cuadro IV-10) debería igualar sus inversiones totales recogidas en este cuadro. De hecho, sin embargo, existen discrepancias, en algún caso de cierta consideración, atribuibles a la diversidad de fuentes con que se han compuesto los tres cuadros, así como a que se han omitido del análisis algunas partidas «diversas», activas o pasivas, que no pueden considerarse como recursos típicos o inversiones típicas de las entidades.

La banca comercial, que posee algo más del 57 por 100 de los activos, públicos o privados, de las entidades de crédito, no ha variado de modo apreciable su porcentaje de participación. Su cartera de valores públicos ha crecido muy poco (un 3,5 por 100), tras la reducción del coeficiente de fondos públicos efectivo de enero de 1973 y dada la política de las autoridades de no proporcionarle más que las cédulas para inversiones estrictamente necesarias para cubrirlo. La financiación al sector privado crece a un ritmo muy elevado (27,2 por 100), siendo de destacar la fuerte expansión de las vías de financiación menos típicas en la actividad de este grupo de bancos (la cartera de valores, y sobre todo, el saldo neto no explicado en las cuentas de bancos y banqueros, que hemos de considerar en último término como financiación al sector privado, saldo neto que ha crecido en 1973, por ejemplo, más que las inversiones totales del crédito oficial). La financiación típica, el crédito, sea en efectos descontados o en póliza, ha crecido un 27 por 100 entre diciembre de 1972 y diciembre de 1973.

La banca industrial, que había aumentado en 1973 fuertemente su participación en el total de recursos del sistema, y que además se benefició de transferencias importantes de otros entes crediticios, ha incrementado sus inversiones un 52,6 por 100, siendo de destacar el crecimiento del crédito, que supera el 55 por 100. La cartera de valores, que absorbe un 10 por 100 de sus

CUADRO IV-12
Participación de las entidades de crédito
en las inversiones totales del sistema

Porcentajes

	Inversiones del ejercicio			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
BANCA COMERCIAL.....	58,8	59,2	57,5	57,7
Sector público.....	12,8	5,0	1,4	8,3
Sector privado y otros.....	46,0	54,2	56,1	49,4
BANCA INDUSTRIAL.....	7,8	13,0	15,5	8,9
Sector público.....	0,1	0,2	0,2	0,2
Sector privado y otros.....	7,7	12,8	15,3	8,7
CAJAS DE AHORROS.....	28,6	24,5	23,5	25,0
Sector público.....	4,5	4,7	2,4	4,6
Sector privado.....	24,1	19,8	21,1	20,4
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO.....	4,8	3,3	3,5	8,4
Sector público.....	2,2	1,5	1,2	2,1
Sector privado y otros.....	2,6	1,8	2,3	6,3
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0
Sector público.....	19,6	11,4	5,2	15,1
Sector privado y otros.....	80,4	88,6	94,8	84,9

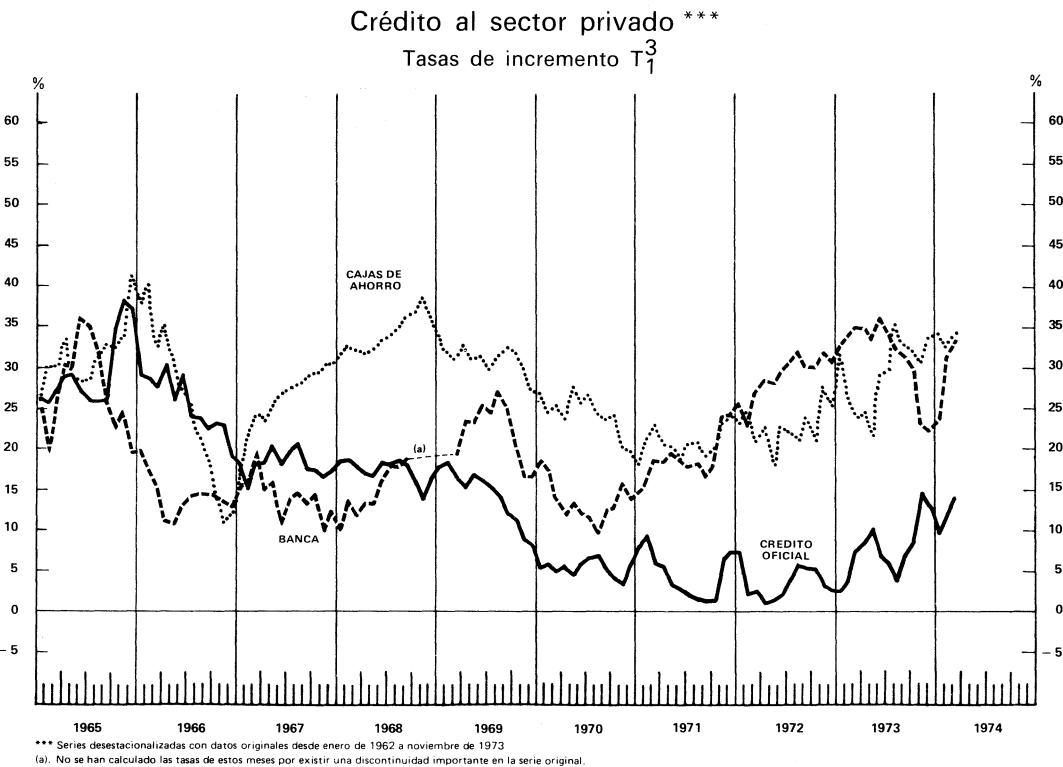
FUENTE: Cuadro IV-11.

recursos totales, distando mucho de alcanzar el máximo legal autorizado, creció un 42 por 100. En conjunto, las inversiones de la banca industrial han supuesto un 15,5 por 100 de las realizadas por todos los entes crediticios, lo que implica un avance apreciable del peso de estas entidades en el conjunto del sistema.

La evolución de las cajas de ahorros es diametralmente opuesta a la de los bancos industriales: no solo han recibido en proporción menos recursos de la economía que las entidades bancarias, sino que además han traspasado a ésta una parte sustancial de sus fondos. En consecuencia, sus inversiones han crecido a menor ritmo que las de todo el sistema (un 22,8 por 100), siendo también menos acusada su aceleración respecto de 1972. Su participación en el flujo de financiación proporcionado a la economía ha sufrido un nuevo retroceso.

Esta afirmación general requiere, sin embargo, una matización interesante. En efecto, el ritmo de aumento de las inversiones de las cajas en créditos y valores privados no financieros muestra una aceleración importante; dentro de ellas destacan los créditos, que crecen un 28,4 por 100, tasa muy similar a la que muestra la banca comercial. Por otra parte, al estudiar la evolución del crédito a lo largo del año, se observa que el de las cajas de ahorros registra una fuerte activación en la segunda parte del año, rebasando entonces ampliamente el cre-

GRAFICO IV-3



cimiento del crédito de la banca, que desciende; en el primer semestre, por el contrario, la expansión crediticia de las cajas había sido relativamente modesta e inferior a la de los bancos. Con lo cual vuelve a funcionar un mecanismo que ya actuó en ciclos anteriores: al iniciarse las tensiones crediticias en la banca, primera en sentir dificultades de tesorería dada su posición en el sistema monetario, parte de la demanda de crédito insatisfecha se reorienta hacia las cajas de ahorros, que aceleran entonces su ritmo de inversión. Para ello utilizan los depósitos acumulados en la banca, agravando así, inscientemente, las dificultades de tesorería de esta última, lo que mantiene en juego el trasvase de clientes hasta que el descenso de la tesorería de las cajas les obliga a su vez a frenar sus inversiones.

Este mecanismo no se limita, desde luego, a las cajas de ahorros, sino que puede hacerse extensivo a cualquier banco o entidad del sistema que presente una política de inversiones, o de tesorería, más conservadora que la media. Indudablemente, tales entidades crecen más lentamente que las entidades más activas en los períodos de evolución normal, pero acelerarán su ritmo inversor, sin esfuerzo por su parte, en las primeras fases de un período de restricciones. Se diluye de este modo el impacto inicial de una política de restricciones crediticias, lo que supone un nuevo retraso y una imprecisión más de la política monetaria, que hay que añadir a las descritas en el Capítulo precente.

También muestra una cierta reactivación en 1973 la financiación concedida por las entidades oficiales de crédito, a partir de su casi total estancamiento del año anterior. No obstante, las cuentas de créditos dispuestos y deudores, que representan la utilización efectiva de fondos por su clientela, crecen tan solo un 8,8 por 100 a lo largo del año (en 1972, el aumento fue de un 5 por 100). Al igual que en otras entidades de crédito, desciende la tasa de crecimiento del crédito al sector público que, no obstante, aún es bastante superior a la de los créditos al sector privado. Para evaluar correctamente el crecimiento del 7,9 por 100 de la financiación oficial al sector privado, hay que recordar que ésta en 1972 creció tan solo un 2,5 por 100 (1); así pues, dentro de una tónica de suma prudencia, las cifras muestran un retorno del crédito oficial a niveles de actividad más normales que los registrados en años inmediatamente anteriores. La evolución a lo largo del año tiende a confirmar esta evolución, pues muestra una aceleración gradual de sus inversiones, que parece continuar en 1974 (ver gráfico IV-3). El aumento de actividad se centra principalmente en los Bancos de Crédito Local, Hipotecario y de Crédito a la Construcción. Los sectores más beneficiados han sido las corporaciones locales, la hostelería, la construcción naval, la vivienda y la agricultura.

1.3.4. Los circuitos privilegiados.

Una parte importante de la financiación proporcionada por el sistema crediticio se concede en virtud de una serie de disposiciones de la autoridad financiera tendentes a amparar a determi-

(1) Ajustando la cifra con los remanentes contables de Matesa, para evitar discontinuidades en la serie.

nados sectores, entidades o instrumentos que de otro modo no hubieran obtenido fondos o los hubieran obtenido en las condiciones prevalentes para el resto de la economía. En esta categoría entran la totalidad de los créditos concedidos por el Banco de España y por la banca oficial, entidades que por su propia razón de ser no se guían por los criterios generales de mercado; la mayor parte de las operaciones de las cajas de ahorros, fuertemente limitadas en sus inversiones por sus coeficientes de inversión y por una detallada especificación legal o administrativa de las condiciones de sus activos, y un porcentaje considerable de las de los bancos, también como consecuencia de su coeficiente de inversión y de los estímulos del redescuento automático, que sigue todavía generando financiación a cuenta de operaciones convenidas antes del bloqueo de aquel sistema en 1971. En la presente sección vamos a estudiar estos «circuitos privilegiados», comenzando por los que se han creado al amparo de los coeficientes de inversión y añadiendo luego los demás indicados, con objeto de mostrar la importancia global de la corriente de financiación así intervenida en relación con la financiación «libre».

Como es sabido, la banca comercial está sometida a un coeficiente de inversión, calculado sobre los depósitos en cuenta corriente, de ahorro o a plazo, excepción hecha de las cuentas acreedoras en moneda extranjera, de los saldos interbancarios y, desde diciembre de 1973, de los saldos de las cajas de ahorros en la banca, y que debe cubrirse hasta un determinado mínimo con fondos públicos y algunos activos computables como tales, y en su resto, con fondos públicos no pignorados o con efectos representativos de la financiación de las operaciones que disfrutaban de redescuento en líneas especiales hasta la entrada en vigor de la Ley 13/1971, de 19 de junio, que creó este coeficiente. Tales operaciones se refieren, fundamentalmente, a la financiación de exportaciones y a la de buques y bienes de equipo vendidos en el mercado exterior o interior y se realizan en la actualidad a un tipo de interés privilegiado de 6,9 por 100 (5,9, hasta julio de 1973). El Banco Exterior de España cubre la totalidad del coeficiente con efectos relacionados con la exportación, sin reserva mínima para fondos públicos.

La cuantía de ese coeficiente ha variado en algunas ocasiones desde su creación: inicialmente se fijó en un 22 por 100 total, con un mínimo de 15 por 100 en fondos públicos; en enero de 1973 (Orden del Ministerio de Hacienda de 31 de enero de 1973) ambas cifras se redujeron a 21 y 14 por 100, respectivamente; en diciembre del mismo año, como hemos visto, se redujo la base de cálculo (Orden del Ministerio de Hacienda de 4 de diciembre de 1973) y en el mismo, aunque con un plazo de adaptación gradual de cuatro meses entre enero y abril de 1974, se elevó el coeficiente total otra vez al 22 por 100 y se redujo el mínimo de fondos públicos al 13 por 100 (1). La política de las autoridades, revelada no solo en la doble reducción del mínimo de fondos públicos, sino también en la ampliación del diferencial de rentabilidad entre los fondos públicos o similares (en especial, en 1974, los depósitos en la Caja General de Depósitos), y los créditos computables, así como en la deliberada reducción de las emisiones de fondos pú-

(1) Ver Anexo al Capítulo III.

CUADRO IV-13

Cobertura de los coeficientes de inversión de bancos y cajas de ahorros

Posición a fin de año

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
BANCA COMERCIAL (a) (b)			
1. Pasivos computables en el coeficiente de inversión	1.311,6	1.590,6	2.002,8
2. Inversión obligatoria total	282,2	343,2	412,9
De la que: mínimo a invertir en fondos públicos	190,3	231,9	272,6
3. Cobertura: Total	285,3	360,9	414,6
3.1. Del coeficiente de fondos públicos	227,0	263,4	271,9
3.1.1. Fondos públicos	211,7	248,7	258,9
3.1.2. Otros activos computables como fondos públicos	15,3	14,7	13,0
3.2. Otros efectos especiales	58,3	97,5	142,7
3.2.1. Redescontables	42,8	32,2	30,9
3.2.2. No redescontables	15,5	65,3	111,8
BANCA INDUSTRIAL (b)			
1. Pasivos computables en el coeficiente de inversión	122,0	196,0	304,4
2. Inversión obligatoria total	8,5	13,7	21,3
3. Cobertura	23,1	25,2	28,8
3.1. Fondos públicos	1,1	1,9	2,1
3.2. Efectos y créditos especiales	22,0	23,3	26,7
3.2.1. Redescontables	21,0	21,5	21,0
3.2.2. No redescontables	1,0	1,8	5,7
CAJAS DE AHORROS (c)			
1. Pasivos computables	658,3	810,2	988,9
2. Inversión obligatoria por coeficiente de fondos públicos.	296,2	364,6	420,3
3. Cobertura	329,2	403,9	471,8
3.1. Fondos públicos	50,8	64,0	67,0
3.2. Valores de renta fija (oblig., cert. CECA, pólizas (E. O. C.)	261,6	315,8	385,6
3.3. Valores de renta variable	9,0	14,2	19,2
3.4. Créditos computables	7,8	9,9	—
4. Inversión obligatoria por coeficientes de crédito	230,4	283,6	321,4
5. Cobertura (Créditos computables)	225,0	270,6	328,4

(a) Incluido el Banco Exterior de España, cuya inversión obligatoria se ha calculado con su propio coeficiente.

(b) Los pasivos computables que figuran en el cuadro son los correspondientes a noviembre, habida cuenta de que la banca disponía de un mes para ajustar sus carteras (este plazo ha sido reducido a quince días en febrero de 1974).

(c) Los pasivos computables que figuran en el cuadro son los correspondientes a septiembre, habida cuenta de que las cajas disponen de tres meses para ajustar sus carteras. Excluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro.

blicos computables, ha sido reducir el volumen de financiación que el coeficiente canaliza hacia el sector público e incrementar la que va a los restantes sectores o actividades protegidas por este circuito. Sin embargo, como muestran las cifras del cuadro IV-13, la banca ha tendido hasta 1973 a cubrir con fondos públicos bastante más del mínimo reservado para estos últimos, limitando de este modo sus inversiones en efectos especiales: así, en diciembre de 1971, los fondos públicos y similares excedían en 36,7 mil millones al mínimo exigido, mientras que los efectos especiales eran inferiores en 33,6 mil millones a la cifra que pudieran haber alcanzado de haberse cubierto con ellos toda la diferencia entre el coeficiente de inversión y el mínimo de fondos públicos; en 1972, el exceso de fondos era de 31,5 mil millones y el «déficit» (en el sentido indicado) de efectos, de 13,8 mil millones. En 1973, en cambio, en virtud de las disposiciones y medidas de la autoridad, tanto de cartera de fondos como la de efectos igualan casi exactamente al mínimo legal de fondos y a la diferencia entre éste y el coeficiente total respectivamente; por otra parte, en contraste con 1972, la banca no cubre con exceso el coeficiente, sino que limita sus inversiones obligatorias a lo estrictamente requerido.

El coeficiente de inversión ha canalizado hacia los sectores protegidos por él un total de 53,7 mil millones de pesetas (frente a 75,6 mil millones el año anterior), de los que 10,2 mil millones han ido al sector público y el resto, 43,5 mil millones, a otros sectores; se ha reducido, pues, apreciablemente la canalización de fondos al sector público, pero no se ha incrementado en paralela proporción la financiación a otros sectores (que en 1972 había sido 38,6 mil millones). La ampliación de la banda entre el coeficiente total y el mínimo en fondos públicos de 7 a 9 puntos y la introducción de las consignaciones en la Caja General de Depósitos como activo computable se proponen reforzar la eficacia de este circuito como fuente de fondos para los sectores privados privilegiados por él. Sin embargo, las pasadas preferencias de la banca por los fondos públicos, y sobre todo, la acumulación de depósitos en la Caja General que, pese a su poca atractiva rentabilidad, se elevan en mayo de 1974 a 16,8 mil millones de pesetas, demuestran la existencia de dificultades derivadas de una generación relativamente lenta de créditos especiales, dadas las limitaciones impuestas en la definición de las operaciones protegidas.

El coeficiente de inversión de los bancos industriales y de negocios difiere del de los bancos comerciales, por lo que respecta a los pasivos computables, en que se incluyen los bonos de caja (sin hacer distinción de los tomados por las cajas de ahorros); y por lo que se refiere a los activos, en que no existe el mínimo de fondos públicos. Su nivel se fijó inicialmente en 7 por 100, descendió implícitamente en diciembre de 1973, al substraerse de su base de cómputo los depósitos de cajas de ahorros, y se elevó luego al 8 por 100, al hacerlo el de la banca comercial. La banca industrial, que se encontró a la introducción del coeficiente con un excedente de activos computables sobre el mínimo requerido, resultado, entonces, de un mayor peso relativo en su balance de las operaciones de redescuento especial, no ha tenido aún dificultad para cubrirlo, en contraste con la banca comercial. Realmente el nivel de activos computables existente en 1971 bastaría aún hoy para satisfacer el coeficiente; en consecuencia, las adquisiciones de activos computables han sido escasas (2,1 mil millones en 1972, 3,6 mil millones en 1973) y la eficacia potencial de este circuito privilegiado solo comenzará a revelarse en 1974.

Las cajas de ahorros están sometidas a dos coeficientes de inversión: un coeficiente de valores y un coeficiente de créditos, subdivido hasta enero de 1973 (Orden del Ministerio de Hacienda de 31 de enero de 1973) en varios coeficientes parciales. Para ambos se toman como base de cálculos los recursos ajenos, excluidos aquellos cuyos titulares sean bancos (nacionales o extranjeros), entidades oficiales de crédito y otras cajas de ahorros. El coeficiente de valores, que fue en su origen de fondos públicos, se cubre ahora con las emisiones públicas que se oferten específicamente a las cajas (en los últimos ejercicios, tan solo las obligaciones emitidas por el I. N. I.), y en lo no cubierto por éstas, con otros fondos públicos, con pólizas de crédito agrícola y pesquero, con valores privados autorizados al efecto por la Junta de Inversiones, incluidos los títulos directamente procedentes de la transformación de aquellos valores (en especial, de la conversión de obligaciones convertibles en acciones) y con certificados de depósito a plazo fijo de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. El coeficiente de crédito se cubre con préstamos a promotores y compradores de viviendas de protección oficial, préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria; préstamos de carácter social a empresas agrícolas, industriales, comerciales o pesqueras, a ahorradores modestos para acceso a la propiedad agrícola y de vivienda, a los cultivadores que deseen impulsar la modernización de sus instalaciones, a cooperativas agrícolas e industriales y a trabajadores que deseen convertirse en autónomos; y préstamos de ahorro-vivienda, ahorro-bursátil, ahorro-pesquero y ahorro del emigrante. Todos estos préstamos tienen reguladas sus condiciones (plazo, tipo de interés, garantía, etc.) y su cuantía máxima, tratándose en general de operaciones relativamente modestas, a plazo largo y con tipos de interés favorables (1).

El coeficiente de valores, fijado anteriormente en un 45 por 100, se redujo (por Ordenes de enero y agosto de 1973) a un 42,5 por 100, a fines de 1973 y se reducirá a un 40 por 100, a fines de 1974. El de crédito, de un 35 por 100, a un 32,5 y un 30 por 100, respectivamente. Esa reducción se justifica por la conveniencia de incrementar la actuación de las cajas en las condiciones prevalentes en el mercado, no siendo por otro lado necesario mantener tan intenso grado de tutela sobre las cajas, tutela que puede ser causa indirecta de su poco activa política de inversiones. En efecto, la combinación de ambos coeficientes bloqueaba un 80 por 100 de los activos computables hasta 1972 y un 75 por 100 en 1973. Además, las cajas de ahorros cumplen en conjunto con exceso sus obligaciones, ya que si han tendido a quedarse cortas en lo que a crédito se refiere (defecto que han subsanado en 1973), rebasan en cambio ampliamente los mínimos requeridos en valores computables: con ello, en 1973, por ejemplo, la cobertura de los pasivos computables rebasaba en casi seis puntos el mínimo requerido. Ciertamente que el peso de los coeficientes se reduce si en lugar de considerar los pasivos computables según la definición legal, tenemos en cuenta la totalidad de los recursos de las cajas. De todos modos, las cajas destinaban a los circuitos privilegiados algo más de un 70 por 100 de sus recursos totales (tal como se definen en el cuadro IV-6), en 1971 y 1972 y todavía un 69 por 100 en 1973. Si deducimos del resto de sus recursos la tesorería que mantienen por razones legales o de

(1) Circular de 7 de mayo de 1973 del Banco de España.

conveniencia, y la importante suma que tradicionalmente destinan estas entidades a inversiones reales, resulta que lo que queda para inversiones financieras libres es tan solo una sexta parte de sus recursos totales.

En 1973, las inversiones computables de las cajas han aumentado en 125,7 mil millones de pesetas. De ellos, 47,9 mil millones fueron en forma de créditos, con un crecimiento del 17 por 100, lo que indica, si recordamos las cifras de expansión del crédito de estas entidades comentada en la sección precedente, que la aceleración de sus préstamos se centró precisamente en los créditos libres, evolución lógica dadas las causas de aquella aceleración. En la parte colocada en valores (77,8 mil millones, según los datos aquí manejados) (1) hay un fuerte volumen de bonos de caja, un pequeño aumento de los certificados de la Confederación, una cifra de fondos públicos en retroceso en relación con años anteriores y un resto, evaluable en unos 40.000 millones (incluida aquí la cartera de la Confederación), de valores privados computables, con un aumento de más de 10.000 millones de pesetas sobre el año precedente.

En el cuadro IV-14 se resumen las inversiones computables de la banca y cajas de ahorros en sus respectivos coeficientes, a las que se añaden las operaciones activas del Banco de España con los sectores público y privado no financieros, y las inversiones de las entidades oficiales de crédito, por considerar «circuitos privilegiados» todas las operaciones de la banca oficial, incluso Banco de España. El resultado se compara con los recursos totales recogidos por el sistema.

El crecimiento de los circuitos privilegiados ha sido en 1973 de un 14 por 100, equivalente a un aumento neto absoluto de 201,1 mil millones de pesetas. La expansión es muy inferior a la de los recursos o las inversiones totales del sistema, lo que implica que la proporción de inversiones del sistema orientada directa o indirectamente por la Administración ha descendido, aunque todavía supone la cifra, muy elevada, de 36,3 por 100; en años anteriores esas inversiones rebasaban el 40 por 100 de los recursos totales del sistema. El relativamente débil crecimiento de los circuitos privilegiados se debe, ante todo, al descenso de las necesidades financieras del sector público (los activos públicos del sistema crediticio descienden de un 16 por 100 a un 14 por 100 de los recursos del sistema) y, en segundo lugar, al relativo entancamiento del crédito oficial y a la disminución de los coeficientes de inversión de las cajas de ahorros, coeficientes que éstas cubren además, en creciente proporción, con bonos de caja, los cuales no figuran en nuestro cuadro por no ser financiación a usuarios finales de fondos; no obstante, la financiación privilegiada al sector privado creció un 18 por 100, equivalente a un total de 153.000 millones de pesetas.

(1) En el análisis del coeficiente de inversión de las cajas no se incluye la Confederación de Cajas de Ahorros, en evitación de la doble contabilización que resultaría de sumar los certificados CECA y la propia cartera de valores de ésta. El volumen de certificados pasa de 20,5 mil millones, en 1971, a 24,5 mil millones, en 1972, y a 25,5 mil millones, en 1973. El análisis del texto será correcto en cuanto la cartera de valores de la CECA se corresponda con los certificados por ella emitidos.

Circuitos privilegiados

Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
BANCO DE ESPAÑA	119,6	97,4	109,9
Sector público (a)	117,0	96,0	107,9
Sector privado (b)	2,6	1,4	2,0
BANCA COMERCIAL (c)	285,3	360,9	414,6
Sector público	211,7	248,7	258,9
Sector privado	73,6	112,2	155,7
BANCA INDUSTRIAL (c)	23,1	25,2	28,8
Sector público	1,1	1,9	2,1
Sector privado	22,0	23,3	26,7
CAJAS DE AHORROS (d)	545,2	646,4	750,3
Sector público	136,5	164,0	180,1
Sector privado	408,7	482,4	570,2
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO (e)	291,2	310,7	338,1
Sector público	65,3	74,2	83,6
Sector privado	225,9	236,5	254,5
TOTAL	1.264,5	1.440,6	1.641,7
Sector público	531,6	584,8	632,6
Sector privado	732,8	855,8	1.009,1
Recursos totales del sistema (f)	3.001,0	3.634,1	4.517,4
Circuitos privilegiados en porcentaje de los recursos totales			
TOTAL	42,1	39,6	36,3
Sector público	17,7	16,1	14,0
Sector privado	24,4	23,5	22,3

(a) Saldo total de la Administración Central más cuentas de activo de organismos públicos, según balance sectorizado del Banco de España.

(b) Cuentas de activo del sector privado no financiero, según balance sectorizado del Banco de España.

(c) Cuadro IV-13.

(d) Cuadro IV-13. La cifra de sector público corresponde a la cartera de fondos públicos que figura en balance consolidado de las cajas. En la cifra del sector privado se excluyen los bonos de caja de bancos industriales.

(e) Cuadro IV-11.

(f) Bancos, cajas y entidades oficiales de crédito: Cuadro IV-6. Banco de España: efectivo y moneda en manos del público, depósitos de organismos públicos y sector privado y cuentas de capital.

Desde hace años, la política general de las autoridades crediticias ha tendido a favorecer un alargamiento de los plazos de crédito concedido por el sistema. En el cuadro IV-15 se clasifica por plazos el crédito al sector privado de bancos, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito, considerando como crédito a corto plazo los créditos hasta dieciocho meses, así como los créditos vencidos y los intereses pendientes de cobro.

En 1973, a diferencia del año precedente, la tasa de crecimiento del crédito a medio y largo plazo ha sido inferior a la del crédito a corto. Esta evolución se debe al relativo estancamiento

Crédito al sector privado por plazos (a)

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Variaciones absolutas			Variaciones netas relativas (b)			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	
CREDITO AL SECTOR PRIVADO	265,3	428,4	614,0	17,4	23,9	27,6	2.836,7
Corto plazo	179,3	285,2	429,6	17,5	23,7	28,9	1.917,6
Banco de España	— 0,8	— 1,2	—	—	—	—	—
Banca	175,4	275,6	390,2	18,3	24,3	27,7	1.800,2
Comercial	164,1	257,6	343,6	18,3	24,3	26,1	1.661,5
Industrial	11,3	18,0	46,8	18,1	24,3	50,9	138,7
Cajas de ahorros	3,4	9,8	38,8	12,3	31,6	95,1	79,6
Crédito oficial	1,3	1,0	0,6	3,7	2,7	1,6	37,8
Medio y largo plazo	86,0	143,2	184,4	17,0	24,2	25,1	919,1
Banca	26,4	78,6	98,3	29,7	68,2	50,7	292,1
Comercial	8,2	38,3	39,4	17,3	68,9	42,0	133,3
Industrial	18,2	40,3	58,9	44,0	67,6	59,0	158,8
Cajas de ahorros	51,3	58,4	66,9	21,9	20,4	19,4	411,1
Crédito oficial	8,3	6,2	19,2	4,6	3,3	9,8	215,9

- (a) Se definen como créditos a corto plazo los que no exceden de dieciocho meses, así como la totalidad de las cuentas de crédito e intereses vencidos pendientes de cobro.
(b) Sobre los saldos a fin del período anterior.

del crédito a largo de las entidades típicamente especializadas en él, las cajas de ahorros y las entidades oficiales de crédito: dadas las razones de la expansión de las cajas, no es de extrañar que sus operaciones a corto se hayan casi duplicado en 1972, a expensas de las operaciones a largo (que responden, en general, a coeficientes de inversión y a algún crédito hipotecario libre). La financiación a medio y largo plazo de la banca crece, por el contrario, en más de un 50 por 100 (1). En realidad, el cambio de estructura por plazos del crédito bancario es un fenómeno que se inició hace varios años y si en alguno la financiación a largo pareció sufrir un retroceso relativo, ello no puede imputarse a la banca, sino a otros entes del sistema. Tanto la banca comercial como la industrial colaboran en el proceso de alargamiento de la financiación.

En 1973, un 30 por 100 del crédito se otorgó a más de dieciocho meses y los saldos acumulados a diciembre de dicho año supondrían casi una tercera parte del crédito del sistema. Estas cifras subestiman en alguna medida la importancia de la financiación total a medio y largo plazo, pues no incluyen las carteras de valores del sistema. Si se tienen éstas en cuenta, la financiación privada a medio y largo plazo representa aproximadamente el 40 por 100 de la financiación total a fin de 1973.

(1) A diferencia de las otras entidades, la banca clasifica sus operaciones de crédito por la vida restante de la operación hasta su terminación. Por esa razón, las cifras de crédito a medio y largo plazo de la banca en el Cuadro IV-15 están apreciablemente subvaloradas.

I.4. Otras entidades crediticias.

En todo el análisis precedente se ha hecho omisión de dos grupos de entidades cuya principal actividad es, asimismo, la financiación crediticia, pero que no se integran habitualmente dentro del sistema crediticio por su papel en cierto modo marginal y por la menor información que de ellas se tiene. Se trata, de una parte, de las cooperativas de crédito y, de otra, de las financieras (de ventas a plazo, inmobiliarias, etc.).

El volumen de operaciones de las cooperativas de crédito, en sus tres modalidades (cooperativas de crédito agrícola, cajas rurales calificadas, y cooperativas de crédito no agrícolas) alcanzaba ya una cifra considerable a fin de 1973: 98,5 mil millones, de los que 91,1 mil millones en forma de depósitos. Su expansión en los dos últimos años ha sido muy superior a la de las entidades estudiadas hasta ahora, con la excepción de los bancos industriales: sus depósitos aumentaron un 56,6 por 100 en 1972 y un 38,9 por 100 en 1973, crecimiento en el que participan todas las modalidades de cooperativas, pero en particular las cajas rurales calificadas. Ese rápido crecimiento no puede explicarse en términos de tipos de interés, ya que las cooperativas están sometidas a la normativa común al respecto, pero sí en términos de rentabilidad total cuando se tiene en cuenta los beneficios complementarios, en forma de créditos o derramas, que su clientela deriva de su carácter de cooperativistas.

Una nota que destaca en el conjunto de las inversiones de las cooperativas es su elevado porcentaje de recursos líquidos; pese a haber disminuido, ese porcentaje era a fines de 1973 de un 35 por 100 de los depósitos. Por esta característica, aunque por diferentes motivos (siendo el principal, el de aprovechar para las cooperativas la libertad de tipos de interés en sus depósitos bancarios que disfrutaban las cooperativas por su condición de entidades financieras), estos entes se integran en el grupo de instituciones que operan sistemáticamente como intermediarios entre el público y la banca.

En 1973, no obstante, las inversiones crediticias de las cooperativas crecieron fuertemente, a expensas de su tesorería: el crédito aumentó un 47 por 100 y supone ya 53,7 mil millones al terminar el ejercicio. La expansión es especialmente acusada en el caso de las cooperativas rurales. Debe hacerse notar que mientras en dicho año el crédito creció más que los recursos, en 1972 había sucedido lo contrario: es posible, aunque la falta de datos mensuales no permita aventurarlo más que como hipótesis, que la aparición de restricciones crediticias en la banca haya estimulado la demanda de crédito cooperativo, dentro del mecanismo de difusión de tensiones financieras que ya se observó al estudiar los distintos grupos componentes del sistema crediticio.

La información contable sobre entidades de financiación de ventas a plazo se limita en la actualidad a las entidades financieras de bienes de equipo acogidas a las disposiciones del Decreto Ley de 27 de diciembre de 1963. No se dispone de datos suficientes para el grupo, mucho más numeroso y en constante expansión, de entes dedicados a la financiación de auto-

CUADRO IV-16

Cooperativas de crédito

Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	1971				1972				1973			
	Cajas rurales	Cooperativas no agrícolas	Cajas rurales calificadas	Total	Cajas rurales	Cooperativas no agrícolas	Cajas rurales calificadas	Total	Cajas rurales	Cooperativas no agrícolas	Cajas rurales calificadas	Total
Caja y bancos	2,2	7,1	6,1	15,4	4,8	10,3	9,5	24,6	5,8	12,9	13,5	32,2
Cartera de valores	0,3	2,9	0,7	3,9	0,7	3,7	1,2	5,6	1,2	5,2	1,6	8,0
Créditos	2,7	10,8	11,5	25,0	4,7	15,8	16,0	36,5	9,0	21,2	23,5	53,7
Diversas (neto)	— 0,1	2,5	0,7	3,1	— 0,5	2,8	2,1	4,4	— 1,2	3,2	2,6	4,6
ACTIVO = PASIVO	5,1	23,3	19,0	47,4	9,7	32,6	28,8	71,1	14,8	42,5	41,2	98,5
Capital	0,1	0,7	0,1	0,9	0,1	0,9	0,2	1,2	0,1	1,3	0,3	1,7
Reservas	0,3	0,8	3,5	4,6	0,4	1,0	2,9	4,3	0,8	1,6	3,3	5,7
Depósitos	4,7	21,8	15,4	41,9	9,2	30,7	25,7	65,6	13,9	39,6	37,6	91,1

móviles y otros bienes de consumo, vivienda e inmuebles, leasing, etc. Puesto que estas entidades se financian en elevada proporción en la banca, su actividad puede interpretarse como una reasignación del crédito bancario (1), que no altera los agregados financieros más generales; no obstante, el elevado volumen que sus operaciones presentan en la actualidad, la posibilidad de que las financien con recursos distintos del crédito bancario y la importancia que tiene su actuación en los mercados financieros específicamente atendidos por ellas, harían deseable un mayor seguimiento estadístico de las financieras. Por lo que respecta a las de bienes de equipo, cuyos datos aparecen en el cuadro IV-17, poco hay que decir: aunque en términos relativos sus créditos aumentaron fuertemente en 1973, en cifras absolutas el grupo sigue sin presentar mayor importancia en el conjunto de las instituciones financieras, puesto que los saldos acumulados a diciembre de 1973 no llegan a 9.000 millones de pesetas.

CUADRO IV-17
Entidades de financiación de ventas a
plazos de bienes de equipo (a)
Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
Caja y bancos	0,4	0,6	0,8
Cartera de efectos	4,3	5,5	8,9
Diversos (neto)	0,1	0,3	0,2
ACTIVO = PASIVO	4,8	6,4	9,9
Capital	1,1	1,4	1,6
Reservas y otros fondos	0,5	0,7	1,0
Crédito bancario	3,2	4,3	7,3

(a) Entidades reguladas por el Decreto-Ley de 27 de diciembre de 1963.

II. EL MERCADO DE VALORES

En líneas generales, los mercados de valores mantuvieron en 1973 la tónica de expansión iniciada en años anteriores. El volumen total de emisiones, los índices de cotización y la negociación en bolsa experimentaron de nuevo aumentos sustanciales. Sin embargo, la evolución del ejercicio comentado no puede considerarse mera continuación de la del año que le precedió, sino que presenta rasgos propios. El crecimiento de las emisiones vino impulsado por un aumento considerable de las de títulos privados de renta fija, que llenaron el hueco dejado por el retroceso de las emisiones públicas; dado que ni unas ni otras se emiten en condiciones normales de mercado, esta sustitución no supone una mejora funcional del mercado; sí supone un progreso, en cambio, el aumento del número de emisiones de acciones realizadas con prima. La evolución de las cotizaciones sufrió ya vacilaciones importantes, que se reiteran en 1974 y que no son ajenas a la situación monetaria, como no lo es tampoco el alza de las rentabili-

(1) En gran parte, deliberadamente promovida por la propia banca, que no desea o no puede participar directamente en ciertas actividades financieras no tradicionales y lo hace a través de financieras a las que proporciona los recursos; con la excepción de las ventas a plazos típicas, las condiciones de las operaciones de estos entes no están reguladas.

dades de los títulos de renta fija. Por lo que respecta a la actuación de las entidades que operan en el mercado de valores, la fase de auge atravesada por la bolsa solo provocó una tímida reactivación del interés por los fondos de inversión, desplazados ahora en las preferencias de los inversionistas, o de los grupos financieros promotores, por las sociedades de inversión, cuya expansión explosiva ha requerido una nueva política por parte de las autoridades.

II.1. El mercado de emisiones.

Durante 1973 el volumen de emisiones, tanto públicas como privadas, supuso 291.000 millones de pesetas, con un crecimiento del 30 por 100 sobre el año anterior. La actividad emisora del sector público fue escasa, pero vino compensada por una expansión muy notable de las emisiones de renta fija, tanto bancarias como de empresas no financieras.

CUADRO IV- 18

Emisiones de valores

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Emisiones netas (valores nominales)			Tasas de crecimiento (a)			Emisiones netas en porcentaje del P. N. B.		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	1971	1972	1973
Públicas	68,1	60,0	36,1	212,4	— 11,9	— 39,8	2,7	2,0	1,0
Privadas	119,1	163,8	255,5	— 6,1	37,5	56,0	4,7	5,5	7,2
Renta fija	32,2	56,4	107,0	— 18,3	75,2	89,7	1,3	1,9	3,0
Renta variable	86,9	107,4	148,5	—	23,6	38,3	3,4	3,6	4,2
TOTAL	187,2	223,8	291,6	26,0	19,5	30,3	7,4	7,5	8,2
Renta fija	100,3	116,4	143,1	63,9	16,1	22,9	4,0	3,9	4,0
Renta variable	86,9	107,4	148,5	—	23,6	38,3	3,4	3,6	4,2

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior.
Véase detalle en los cuadros IV-19 y IV-20, así como en los cuadros Apéndice 46 y 47, que contienen datos sobre emisiones brutas y amortizaciones.

Las emisiones públicas, en efecto, apenas sobrepasaron los 36.000 millones de pesetas, poco más de la mitad del volumen alcanzado en 1972, continuando, pues, el retroceso iniciado ese año. Por el contrario, las emisiones privadas mantuvieron su fuerte crecimiento, gracias al aumento de un 90 por 100 en las de obligaciones y bonos de caja, que continúan acercándose en volumen a la emisión de acciones; esta última creció, no obstante, un 38 por 100 sobre las cifras de 1972.

En un año de fuerte expansión de la economía, tanto real como de precios, el crecimiento de las emisiones superó el ritmo alcanzado por el producto nacional en pesetas corrientes, y así se

observa que aumenta una vez más el porcentaje de las emisiones totales sobre el producto nacional, aun cuando el de las emisiones públicas continuara disminuyendo. Este porcentaje, por otra parte, puede dar una falsa impresión de la importancia real del mercado de valores dentro del conjunto de la economía, como mecanismo de canalización de recursos financieros. En efecto, no puede olvidarse que los mecanismos de colocación de los fondos públicos en casi todas sus variantes, de la casi totalidad de las obligaciones privadas y de un alto porcentaje de bonos de caja se realiza en condiciones ajenas al mercado, en virtud de imposiciones legales y convencionales que enrarecen y mediatizan la relación entre el emisor y el suscriptor. En muchos casos, y dentro de esos condicionamientos, esta relación configura a la emisión más como un préstamo atípico que como una verdadera colocación de instrumentos negociables; la negociabilidad de lo emitido es una característica formal que carece de virtualidad práctica, ni puede tenerla al hacerse la emisión a tipos inaceptables por el mercado. En cierto modo, tales emisiones son un reflejo de la insuficiencia de los canales de financiación a largo plazo en las restantes parcelas del mercado de capitales y un sustituto forzado de los mismos.

II.1.1. Las emisiones públicas.

El descenso de las emisiones públicas afecta tanto a las realizadas por la Administración Central como a las del Instituto Nacional de Industria. Por el contrario, las corporaciones locales están retornando a un mercado del que se habían mantenido alejadas durante muchos años.

CUADRO IV-19

Emisiones públicas

Miles de millones de pesetas

	Emisiones netas (valores nominales)			Capital vivo a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
Emisiones totales	68,1	60,0	36,1	...
Administración Central	61,4	43,1	18,5	421,9
Cédulas para inversiones	43,3	31,4	12,1	272,1
Bonos del Tesoro	—	—	12,0	12,0
Amortizable 6 por 100	20,0	16,0	— 2,0	33,0
Otras deudas (a)	— 1,9	— 4,3	— 3,6	104,8
Instituto Nacional de Industria	7,0	15,3	10,9	136,4
Otros organismos autónomos y corporaciones locales	— 0,3	1,6	6,7	...

Véase cifras brutas de emisiones y amortizaciones, así como detalle por trimestres, en el cuadro Apéndice 46.
(a) Antiguas emisiones pignoras en el Banco de España, obligaciones del Tesoro, emisiones especiales no pignoras para la conversión de las obligaciones del Tesoro amortizadas, deudas del antiguo Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional (hoy Banco de Crédito a la Construcción) y de la RENFE, asumidas por el Estado, y Deuda Perpetua Interior.

Las emisiones netas de la Administración Central, con 18,5 miles de millones, han decrecido por segundo año consecutivo, y de forma importante, ya que en 1971 y 1972 alcanzaron 61,4 y 43,1 miles de millones, respectivamente. Además, las cifras de 1973 resultan hinchadas desde la óptica del mercado de capitales, pues en ellas se contabilizan 12.000 millones de bonos del Tesoro vivos a 31 de diciembre de 1973, comprendidos los que estaban en la cartera del Banco de España; estos bonos, ni por su finalidad monetaria ni por su plazo de vencimiento pueden ser considerados como fuente de financiación de la Administración Central ni incluirse en el mercado aquí analizado. Deducidos los bonos, la financiación neta obtenida por la Administración Central en 1973 mediante emisiones se reduce a 6.500 millones de pesetas, un 15 por 100 de la obtenida en 1972 y una décima parte de la de 1971.

El instrumento financiero utilizado por el Estado ha sido las cédulas para inversiones, tipos A y E, ya que durante 1973 no se realizó ninguna emisión de otras deudas a largo plazo (1). El ritmo de emisión de cédulas, a diferencia de años anteriores, se ha limitado a lo estrictamente necesario para cubrir el coeficiente de inversión en fondos públicos de la banca comercial (reducido, además, en un punto), por no requerir cantidades mayores la financiación del crédito oficial, al que se destinan en última instancia los fondos recogidos con las cédulas; téngase en cuenta que en años precedentes la emisión de cédulas había excedido ampliamente a la cifra de dotaciones al crédito oficial. Las emisiones brutas de estos títulos fueron, pues, poco más de 12.000 millones, frente a 31.500 y 44.200 millones en 1972 y 1971, respectivamente.

El I. N. I. emitió en términos brutos los 13.000 millones de pesetas autorizados por el Decreto 383/73, de 1 de marzo, que por efecto de las amortizaciones supusieron un recurso neto al mercado de casi 11.000 millones, el 29 por 100 menos que en 1972. Es necesario señalar, sin embargo, que la actividad emisora del I. N. I. en ese ejercicio había sido excepcional y que el volumen colocado en 1973 supone un retorno a las cifras medias habituales en años precedentes (2).

Las características de los títulos han permanecido invariables en 1973. El tipo de interés, en efecto, sigue siendo el 6,25 por 100 y el plazo de amortización, de veinte años, produciéndose la amortización en los quince últimos años y siendo los cinco primeros de gracia (3). Este plazo es el mayor existente en la actualidad en el mercado de emisiones español. El tipo de interés,

(1) Únicamente debe señalarse que la Administración Central ingresó unos 200 millones, como resultado de la conversión de la Deuda Perpetua Exterior, emisión 15 de diciembre de 1952, domiciliada, en Perpetua Interior, emisión 1 de octubre de 1971.

(2) Tras un año de escasas emisiones (8,4 mil millones brutos en 1971), los Decretos 799 y 3.418, de 23 de marzo y de 7 de noviembre, respectivamente, autorizaron al I. N. I. a emitir 15.554 millones, el primero, y 2.000 millones más, el segundo. A ello hay que sumar emisiones exteriores por un equivalente de 1.400 millones, en virtud de autorización contenida en el Decreto 1.577/1972, de 15 de junio.

(3) De hecho, tanto la duración total del empréstito como el plazo de gracia son algo menores, por fijarse las fechas de la amortización a partir del Decreto de autorización, no a partir del momento de su emisión efectiva.

6,25 por 100, es por su parte el más bajo, excluidas las emisiones del Estado. La conjunción de ambos factores autoriza a suponer que sin la existencia de coeficientes de inversión, especialmente en las cajas de ahorros, los títulos del I. N. I. difícilmente encontrarían colocación en el mercado y de ahí que se configuren como un circuito privilegiado de financiación.

Aunque todavía en escaso volumen, es de destacar en 1972 y 1973 la vuelta al mercado de otros organismos públicos, aparte del Estado y el I. N. I., monopolizadores en los años sesenta, desde la Ley de Bases del Crédito y la Banca de 1962, de las emisiones públicas. De los 6.700 millones emitidos, 4.000 corresponden al Instituto Nacional de Previsión, con destino a las mutualidades de Seguridad Social; solo formalmente puede considerarse esta operación entre las emisiones de valores. Mayor interés tienen las emisiones municipales, iniciadas en 1972 por el Ayuntamiento de Barcelona (1.250 millones) y el Consorcio del Gran Bilbao y continuadas en 1973 de nuevo por Barcelona, por igual importe (dentro de un plan de colocación de 5.000 millones en cuatro años), y por el Ayuntamiento de Madrid (1.220 millones), además de alguna entidad municipal de menor importancia. Estas emisiones se están realizando al 6,5 por 100 (1), a quince años y con tres de carencia, esto es, en unas condiciones ligeramente más favorables para el tomador que las de otros fondos públicos, pero aún muy distantes de las de mercado.

II.1.2. *Las emisiones privadas.*

Las emisiones privadas alcanzaron en 1973 un volumen (neto de amortizaciones y conversiones) de 255,5 mil millones de pesetas, de los cuales, 148,5 mil millones corresponden a títulos de renta variable (acciones y participaciones en fondos de inversión) y los 107.000 millones restantes, a títulos de renta fija (obligaciones y bonos de caja bancarios).

Desde el punto de vista del movimiento real de fondos a través de este mercado, las emisiones relevantes son las que suponen desembolso de efectivo para los suscriptores. En años anteriores, las cifras de emisiones venían hinchadas, desde ese punto de vista, por las realizadas con cargo a las cuentas de regularización de balances; estas cuentas estaban casi agotadas en 1973 (2) y por ello las emisiones de acciones liberadas, sin aportación de nuevos fondos, se redujeron a 4.000 millones de pesetas. Excluidas de la estadística, el volumen neto de emisiones es, pues, de 251,5 mil millones. Un 42 por 100 de las mismas consistió en títulos de renta fija, frente a un 36 por 100 en 1972 y cantidades inferiores en años precedentes.

-
- (1) Las emisiones municipales se han colocado en las cajas de ahorros confederadas e, igual que la mayor parte de las negociadas con estas entidades, se emiten por debajo de la par. La emisión 1973 del Ayuntamiento de Barcelona, por ejemplo, se colocó a un tipo del 97 por 100; sumando a esto las comisiones deducidas por las entidades aseguradoras de la emisión (un 2 por 100 en total), el precio efectivo de emisión fue 95 por 100 y el rendimiento efectivo, un 6,84 por 100.
 - (2) Aunque volverán a activarse en los próximos años al restablecer el Decreto-Ley 12/1973, de 30 de noviembre, en su artículo 20, la vigencia de la Ley de Regularización de Balances de 1964.

Emisiones privadas

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Emisiones netas (valores nominales)			Variaciones relativas (a)		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973
1. Emisiones totales (2 + 3)	119,1	163,8	255,5	— 6,1	37,5	56,0
Renta fija (neto)	32,2	56,4	107,0	— 18,3	75,2	89,7
Renta variable	86,9	107,4	148,5	...	23,6	38,3
Sociedades financieras	18,6	58,3	124,1	— 19,8	213,4	112,9
Sociedades no financieras	100,5	105,5	131,3	— 3,0	5,0	24,5
2. Emisiones con aportación de fondos	104,4	154,4	251,5	— 4,7	47,9	62,9
Renta fija	32,2	56,4	107,0	— 18,3	75,2	89,7
Renta variable	72,2	98,0	144,5	3,0	35,7	47,4
A. Sociedades financieras	15,3	56,0	123,8	— 23,5	266,0	121,1
Bonos de caja (banca industrial) (neto)	3,7	21,6	55,1	— 50,7	483,8	155,1
Acciones	13,4	28,7	64,8	2,3	114,2	125,8
Banca	6,9	15,3	26,1	7,8	121,7	70,6
Sociedades de inversión	6,5	12,7	38,2	1,5	95,3	200,8
Compañías de seguros	—	10,7	0,5	—	...	— 28,6
Participaciones (fondos de inversión)	— 1,8	5,7	3,9	...	...	— 31,6
B. Sociedades no financieras	89,1	98,4	127,7	— 0,4	10,4	29,8
Obligaciones (neto)	28,5	34,8	51,9	— 10,7	22,1	49,1
Acciones	60,6	63,6	75,8	5,2	5,0	19,2
3. Emisiones de acciones sin aportación de fondos	14,7	9,4	4,0	— 15,0	— 36,0	— 57,4
Sociedades financieras	3,3	2,3	0,3	3,1	— 30,3	— 87,0
Sociedades no financieras	11,4	7,1	3,7	— 19,1	— 37,7	— 47,9

Véanse cifras brutas de emisiones y amortizaciones, así como detalle por trimestres, en el cuadro Apéndice 47.

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior.

Las emisiones de acciones resultantes de conversiones fueron algo más de 11,5 mil millones de pesetas. Pero esta operación solo representa un cambio de naturaleza de la financiación de que dispone la sociedad, no un incremento neto de la misma. De ahí que los 144,5 mil millones de financiación con acciones y participaciones representaran solo 133.000 millones de nueva financiación en términos netos (1). Hecha esa corrección, las emisiones de obligaciones y bonos suponen ya para las empresas un aporte de financiación próximo al conseguido a través de la emisión de capital.

(1) No obstante, el volumen neto de emisiones totales permanece en las cifras indicadas, puesto que de la cifra de obligaciones se han deducido las obligaciones convertidas.

Es necesario señalar diferencias importantes entre las emisiones de las sociedades no financieras y financieras, siendo mucho más activas las de estas últimas. En efecto, los bonos de caja efectivamente colocados de los bancos industriales crecieron un 130 por 100, en relación a 1972; las acciones bancarias, un 70 por 100, y las de las sociedades mobiliarias, un 200 por 100; solamente las participaciones en fondos de inversión emitidas en el año, que se mueven en todo caso en cifras absolutas muy modestas, decrecieron casi un 32 por 100. Por su parte, las emisiones de acciones y obligaciones de sociedades no financieras crecieron un 32 y un 49 por 100, respectivamente, en relación con el año anterior.

La tarea de definir, a partir de las emisiones de capital, el flujo de fondos que este mercado canaliza y cuyo destino final sea financiar inversiones reales no solo es estadísticamente inalcanzable, dado el estado actual de la información, sino que, además, desde un punto de vista lógico-contable, plantea dificultades insolubles. Evidentemente, los fondos recogidos en el mercado, incluso si se presentan netos, como se hace aquí, pueden dedicarse a financiar inversiones financieras, sea transitoriamente, sea de un modo permanente. Esto sucede de modo obvio en el caso de las sociedades de inversión y bancarias: esta es la razón última por la que habitualmente se excluyen las emisiones de entidades financieras al contabilizar el flujo de fondos recibido por la economía del mercado de valores. Pero el problema no se circunscribe a las sociedades financieras: también las sociedades «reales», usuarias finales de fondos, no intermediarias de los mismos, realizan un volumen importante, aunque desconocido, de operaciones financieras (por ejemplo, participaciones en otras sociedades, sin contar las operaciones transitorias o a corto plazo). Por otra parte, sus emisiones pueden no estar asociadas a la necesidad de disponer de nuevos fondos, sino al deseo de mejorar su estructura financiera, cancelando créditos y consolidando así su endeudamiento. En ciertos casos, la emisión puede responder incluso a motivaciones técnicas del propio mercado de valores (si aquélla, hecha a la par, se considera una forma de estímulo complementario al público inversionista), más que a necesidades «reales» de financiación. Por todo ello no es posible asociar las emisiones, como no es posible tampoco asociar la financiación crediticia, con la inversión en capital fijo, o con la inversión real en general, de las empresas emisoras y mucho menos, con los correspondientes agregados macroeconómicos.

Con estas consideraciones por delante, las inferencias que pueden extraerse del cuadro IV-21, en donde se clasifican las emisiones por sectores de actividad, son, sin duda, limitadas y se refieren más bien a aspectos institucionales que a relaciones económicas básicas. Dentro de los sectores no financieros se mantiene la estructura general de años anteriores, de la distribución por sectores de las emisiones de obligaciones, con fuerte predominio de las emisiones de las empresas eléctricas, Telefónica y autopistas. Estas empresas, llamadas de un modo un tanto impreciso de «servicios públicos», no presentan como denominador común el carácter de los servicios prestados ni la naturaleza de su propiedad, sino las notas de tratarse de empresas de grandes dimensiones y de tener un grado especialmente alto de intervención administrativa en su funcionamiento. Ambas notas facilitan la cualificación a efectos de la declaración de optitud para la adquisición por inversores institucionales de las obligaciones por ellas emitidas,

CUADRO IV-21

Distribución de las emisiones brutas por sectores de actividad

Miles de millones de pesetas

	1971			1972			1973		
	Obliga- ciones	Acciones	Total	Obliga- ciones	Acciones	Total	Obliga- ciones	Acciones	Total
Servicios públicos	30,4	43,0	73,4	37,5	39,8	77,3	48,9	41,8	90,6
Agua, gas y electricidad	15,9	32,2	48,1	18,3	27,1	45,4	18,7	24,6	43,3
Teléfonos	9,5	9,9	19,4	11,5	11,9	23,4	13,0	14,3	27,3
Autopistas	3,9	0,1	4,0	7,3	0,1	7,4	15,2	1,8	16,9
Otros	1,1	0,8	1,9	0,4	0,7	1,1	2,1	1,1	3,2
Otros servicios	0,3	2,5	2,8	0,2	2,8	3,0	2,1	5,2	7,3
Empresas industriales	9,3	20,3	29,6	8,7	18,8	27,5	10,9	20,0	30,9
Químicas, textiles	5,3	10,9	16,3	5,9	6,6	12,5	5,4	8,3	13,7
Metalúrgicas y automóvil	2,6	7,0	9,6	2,5	8,1	10,6	1,8	6,3	8,1
Cemento y materiales de construcción	1,4	1,0	2,4	0,2	1,7	1,7	3,7	2,4	6,1
Otros	—	1,4	1,4	0,1	2,4	2,5	—	3,0	3,0
Construcción e inmobiliarias	0,8	3,9	4,7	2,2	4,3	6,5	2,1	7,5	9,6
Varios	0,3	2,3	2,6	0,1	5,0	5,1	0,8	5,0	5,8
TOTAL NO FINANCIERAS	41,1	72,0	113,1	48,7	70,7	119,4	64,7	79,5	144,2
Bancos	8,3	10,0	18,3	23,1	17,6	40,7	59,3	26,5	85,8
Inversión mobiliaria	—	6,5	6,5	—	12,7	12,7	—	38,2	38,2
Seguros	—	0,2	0,2	—	0,7	0,7	—	0,5	0,5
TOTAL FINANCIERAS	8,3	16,7	25,0	23,1	31,0	54,1	59,3	65,1	124,4
TOTAL GENERAL	41,4	88,7	138,1	71,8	101,7	173,5	124,0	144,6	268,6

característica que es, en la actualidad, elemento decisivo en el planteamiento de una emisión de renta fija. Así se explica que sus emisiones sean las tres cuartas partes de las emisiones no financieras y que, añadiéndoles las de bonos bancarios (que también suelen ser declarados aptos para las inversiones institucionales), se llegue a totalizar un 87 por 100 de las emisiones brutas de obligaciones. Por otro lado cabe apuntar el crecimiento de las emisiones de autopistas en el mercado nacional, que refleja no solo una mayor actividad inversora, sino también un menor acceso a los mercados internacionales en los que estas empresas vienen encontrando una elevada proporción de sus recursos.

Aun cuando en las acciones el grado de concentración sectorial es inferior, las emisiones de los sectores de electricidad y de la Telefónica alcanzan el 50 por 100 de las emisiones de empresas no financieras. Como las emisiones de bancos y Sociedades de Inversión Mobiliaria suponen la totalidad prácticamente de las emisiones de empresas financieras, resulta que los tres sectores y la empresa citados representan el 72 por 100 del total de acciones emitidas en el último año.

II.2. La colocación de emisiones.

Conviene recordar, aunque se haya señalado ya en Informes anteriores, que, al no disponerse de una estadística completa de colocación de las emisiones, es necesario deducirla de la variación de las carteras de las diferentes entidades financieras que operan en el mercado, así como de los datos sobre inversiones directas y de cartera de la balanza de pagos. La parte adquirida por el «resto» del mercado aparece en los cuadros como un residuo en el que se acumulan todos los errores introducidos al hacer los cálculos. Estos errores pueden ser muy importantes en años de fuerte variación de cotizaciones, provocando una subvaloración de las suscripciones del resto del mercado cuando suben aquéllas y una sobrevaloración en caso contrario, en la medida en que haya que utilizar las valoraciones contables al costo de las carteras de las entidades financieras. Cuando se dispone de valoraciones nominales, el error cometido dependerá del grado en que los precios de emisión de los valores difieran del nominal; en las actuales condiciones del mercado español, el error será ciertamente menor que si se trabaja con estos valores al costo. Con estas salvedades, el cuadro IV-22 muestra la colocación final (suscripciones y posteriores redistribuciones de títulos en el mercado) de los valores en 1973.

En líneas generales, la estructura de las colocaciones mantiene sus rasgos característicos habituales. Los fondos públicos fueron a parar al sistema crediticio (bancos y cajas de ahorros) (1). Los valores privados de renta fija fueron absorbidos en muy alto porcentaje por las cajas, aunque hay que destacar un importante volumen de suscripciones privadas de bonos de caja de la banca industrial. En cuanto a los títulos de renta variable, la participación del resto del mercado, muy importante, vino mermada por un fuerte aumento de las carteras institu-

(1) Con la excepción de los 4.000 millones de pesetas emitidos por el Instituto Nacional de Previsión, que se han colocado íntegramente en la Seguridad Social, integrada en el cuadro en el «resto» del mercado.

CUADRO IV-22

Colocación de las emisiones netas en 1973

Miles de millones de pesetas

	Sistema crediticio			Inversión mobiliaria colectiva			Exterior	Resto del mercado	Emisiones netas
	Banco de España y banca privada	Cajas de ahorros	Total	Fondos	Sociedades	Total			
Valores públicos	12,8	18,4	31,2	0,1	0,1	0,2	...	4,7	36,1
Valores privados	27,3	75,2	102,5	2,1	11,0	13,1	30,9	109,0	255,5
Renta fija	0,3	65,1	65,4	— 0,1	1,5	1,4	—	40,2	107,0
Bonos	0,4	21,9	22,3	—	0,6	0,6	—	32,2	55,1
Otros	— 0,1	43,2	43,1	— 0,1	0,9	0,8	—	8,0	51,9
Renta variable	27,0	10,1	37,1	2,2	9,5	11,7	30,9	68,8	148,5

Las cifras están calculadas por diferencia en la cartera de los agentes entre 31 de diciembre de 1973 y la misma fecha de 1972. Siempre que ha sido posible, se han tomado los valores nominales de la cartera; no obstante, en el caso de la banca privada, las cifras reflejan diferencias entre los valores contables y en el caso de los fondos, entre los valores de coste. Para el exterior, los datos se han obtenido de la balanza de pagos y por consiguiente no es posible atribuirles ningún carácter determinado.

cionales, provocado en alguna medida por la constitución inicial de las carteras de las sociedades de inversión mobiliaria.

Por lo que respecta a los fondos públicos, ya se indicó anteriormente la clientela específica a la que se dirigen las distintas clases de títulos emitidos: las cédulas de inversión a la banca, las obligaciones del I. N. I. a las cajas de ahorros (únicos tomadores de estos títulos desde que se retiraron de ese mercado las entidades de seguridad social que, antes bien, pueden aparecer ahora, ocasionalmente, como oferentes), igual que las deudas municipales. Los bonos del Tesoro en circulación a fin de 1973 estaban, a su vez, en el Banco de España y las cajas de ahorros; la deuda del I. N. P. fue directamente a las mutualidades de Seguridad Social. No hubo, pues, emisiones para el público general, ni el mercado provocó una redistribución apreciable de los valores en circulación entre los sujetos que en él operan, a diferencia de años anteriores en que los particulares fueron suministradores de deudas pignoras al sistema bancario por cifras de cierta consideración; si acaso, cabe apuntar que las carteras de fondos públicos de las cajas de ahorros crecieron algo más de lo que cabría esperar en función de las emisiones que les corresponden, lo que indica un moderado volumen de adquisiciones en el mercado secundario.

Los valores contables utilizados en la estadística sobrestiman con toda probabilidad la participación del resto del mercado en la suscripción de títulos de renta fija privada. En efecto, las cajas de ahorros, principales tomadores de esos valores, los contabilizan por su precio efectivo, deduciendo del valor nominal las comisiones de colocación y aseguramiento de la emisión

(que pueden suponer hasta un 2 por 100) y, en su caso, los descuentos que se convengan al fijar el tipo de emisión. En el caso de las obligaciones industriales, es posible que los 43,2 mil millones efectivos que figuran en el cuadro supongan unos 45.000 millones nominales y que la parte tomada por el resto del mercado esté más cerca de los 7 que de los 9.000 millones. En cualquier caso, es claro que la emisión para el gran público sigue todavía limitada a operaciones muy concretas, en las que priman las características de convertibilidad sobre otras consideraciones. No es este el caso en los bonos de caja, títulos en los que, incluso haciendo las correcciones apuntadas para las obligaciones industriales, el resto del mercado parece como tomador de aproximadamente la mitad de los valores colocados. Esto contrasta claramente con lo sucedido en el ejercicio precedente, en que los bonos fueron a parar en su gran mayoría a las cajas de ahorros, y muestra un mayor interés del público por estos títulos, sea porque se ha ampliado el diferencial entre su rentabilidad y el máximo interés obtenible en depósitos a plazo, sea por los esfuerzos especiales de colocación desplegados por los bancos industriales en la segunda mitad de 1973.

El valor de las cifras referentes a acciones que aparecen en el cuadro es bastante dudoso. Las compras de las sociedades de inversión figuran por los valores nominales (lo que las reduce de unos 35.000 millones contables a 9,5 mil millones), pero no ha sido posible hacer lo mismo con los demás inversores institucionales; las adquisiciones (valor contable) de bancos y cajas de ahorros superan en bastante a lo que les correspondería de haber acudido regularmente a las ampliaciones de su cartera de acciones; sin embargo, las compras de las Cajas corresponden en gran medida a conversiones (no pudiendo determinar el tipo de conversión y su correspondencia con los nominales recogidos por este concepto en la estadística de emisiones) y las de los bancos pueden ir engrosadas con suscripciones de títulos de sociedades de inversión mobiliaria. Según los datos estadísticos, las entidades financieras han absorbido un 40 por 100 de los títulos emitidos, porcentaje que implica alguna sobrevaloración y que viene además engrosado por las operaciones bilaterales entre bancos y sociedades mobiliarias creadas por ellos. El sector exterior, según datos de balanza de pagos, ha tomado algo más de un 20 por 100 de las emisiones, suponiendo que todas sus compras hayan sido suscripciones a la par (y suponiendo, lo que es también dudoso dada la índole de sus operaciones, que las participaciones del capital por él adquiridas figuren íntegramente en la estadística de emisión, que se deriva en gran parte de anuncios públicos de emisión). En cuanto al resto del mercado, las cifras del cuadro deben interpretarse más bien como indicador de que **no menos** de un 38 por 100 de las emisiones de renta variable han sido adquiridas por economías domésticas y empresas, aunque la proporción podría ser sustancialmente mayor.

II.3. La política de emisiones.

II.3.1. Títulos de renta fija.

Durante 1973 no se han registrado variaciones sustanciales en las condiciones de emisión de los títulos de renta fija. Los tipos máximos de interés nominales, netos del impuesto sobre las

rentas del capital, de los valores aptos para la cobertura de los coeficientes de los inversores institucionales, se elevaron en medio punto a partir de septiembre, un movimiento de adaptación parcial a la elevación de los tipos bancarios que tuvo lugar tres meses antes. Los tipos máximos de los bonos de caja pasaron así del 7 al 7,5 por 100, y los de las demás obligaciones privadas, de 7,25 a 7,75 por 100. Dado que en las condiciones presentes esos máximos son inferiores a los que fijaría un mercado libre, no es de extrañar que la mayor parte de las emisiones se haya realizado a dichos máximos y que la rentabilidad efectiva de los títulos se haya mejorado fraccionalmente en la negociación de los tipos de emisión. Solo son excepción a esa regla, algunas emisiones no dirigidas a la inversión institucional, cuyas condiciones especiales de convertibilidad han permitido tipos nominales inferiores, que en algún caso han sido del 6 por 100.

Se ha observado igualmente en 1973 una recuperación de las obligaciones convertibles dentro del total emitido. En efecto, era necesario mejorar el atractivo de las emisiones, dado el contraste entre la rigidez de los tipos nominales y el endurecimiento de las condiciones financieras,

patente de modo especial en los últimos meses del año; dada, también, la tónica alcista de los valores de renta variable en gran parte del ejercicio. Por otra parte, la cláusula de convertibilidad permite a las empresas financiarse a tipos de interés más bajos, al complementar la rentabilidad directa con las ventajas de la conversión; y en mejores condiciones generales, puesto que al realizarse la conversión la empresa sustituirá, las habituales emisiones de acciones a la par por emisiones a un tipo más próximo a la cotización del mercado, aunque todavía ventajoso para el obligacionista. La cláusula

CUADRO IV-23
Convertibilidad de las obligaciones privadas
no bancarias

Miles de millones de pesetas

	Emisiones conver- tibles	Emisiones no con- vertibles	Total	Emisiones convertibles en porcentaje del total
1968	30,9	8,3	39,1	78,9
1969	24,1	11,0	35,2	68,6
1970	28,8	15,2	44,1	65,5
1971	23,1	17,8	41,0	56,5
1972	19,8	28,9	48,7	40,7
1973	29,7	35,0	64,7	45,9

FUENTE: Dirección General de Política Financiera.

de convertibilidad permite reducir los tipos, en ocasiones, hasta un punto y medio por debajo del vigente para las obligaciones ordinarias, en función, naturalmente, de las condiciones y plazos de conversión. Al mismo tiempo permite una consolidación de los títulos en acciones en un período de tres o cuatro años (y a veces en menor plazo). Por otra parte, los plazos de las emisiones no convertibles (entre diez y quince años) no muestran diferencias apreciables entre 1972 y 1973.

Merece destacarse la excepción que representan las emisiones de obligaciones realizadas por las empresas concesionarias de autopistas. Estas emisiones, en efecto, tienen plazos de vencimiento de veinte años, aunque en la mayoría de los casos se ofrezca la posibilidad de reembolso

total a los quince años. Igualmente, en todos los casos la convertibilidad se limita al 50 por 100 de las obligaciones que se amortizan. Por el juego de ambas circunstancias, los tipos de estas emisiones son los más altos entre las convertibles, situándose a los niveles normales de las no convertibles.

11.3.2. *Títulos de renta variable.*

En el cuadro IV-24 figura el detalle de las emisiones a la par, liberadas y con prima, de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid (1) en los últimos años. Como puede observarse, y es tradicional en nuestro mercado de valores, predominan las emisiones a la par, predominio que, además, se acentuaría si la estadística se formulara en términos del valor de lo emitido. Retroceden el número, pero sobre todo el importe de las emisiones liberadas, tras el agotamiento de las cuentas de regularización, y aumentan sustancialmente en número, aunque no tanto en volumen, las emisiones con prima, realizadas sobre todo por los bancos industriales y de negocios y algunas financieras e inmobiliarias. La prima más frecuente, dentro de una gran dispersión, es del 100 por 100, muy lejos, en general, de la valoración efectiva del título en el mercado. En un cierto número de casos, la emisión por encima de la par ha sido consecuencia de la conversión de obligaciones. Pese al aumento de las emisiones con prima, las empresas de mayor importancia y arraigo en el mercado siguen emitiendo a la par, con contadas excepciones: la emisión con prima se limita aún, fundamentalmente, a entidades relativamente recientes en el mercado. La emisión a precio de mercado es una figura prácticamente desconocida.

CUADRO IV-24
Emisión de acciones de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid

Número de emisiones				
	Total	Emisiones a la par	Emisiones liberadas	Emisiones con prima
1968.....	100	41	52	7
1969.....	120	58	52	10
1970.....	113	56	43	14
1971.....	110	63	42	5
1972.....	148	81	54	13
1973.....	223	130	44	49

FUENTE: Bolsa de Madrid.

Mientras los tipos y condiciones de las obligaciones y bonos resultan, directa o indirectamente, de la política de control ejercida por la autoridad financiera sobre esos títulos, no hay unos criterios deliberados de intervención en el mercado primario de acciones. Sin embargo, la legislación fiscal trata favorablemente a los derechos de suscripción, en comparación con los dividendos repartidos. Por otra parte, existen limitaciones al reparto de beneficios, perma-

(1) Por lo que respecta al estudio de la política de emisiones, solo tienen relevancia aquellas empresas que por cotizarse en bolsa presentan un precio formado, en principio, en condiciones de mercado. La estadística ofrecida, por otra parte, se limita a la Bolsa de Madrid, por considerarse representativa de los valores cotizados y tener sus datos más fácilmente disponibles.

nentes en el caso de los bancos, ocasionales, por razones de política de rentas, en el caso de otros títulos.

Estos condicionamientos legales han sentado las bases de la actual inclinación del mercado por el reparto de acciones a bajo precio como alternativa al reparto de dividendos, que se sitúan a cotas bajísimas en relación con las cotizaciones (1). Se ha desarrollado, pues, una preferencia del público accionista por las ampliaciones a la par y liberadas, que se alimenta en alguna medida de motivos psicológicos, pero, sobre todo, de razones fiscales. Preferencia a la que se pliegan las empresas llegándose incluso, como ejemplo extremo de ello, a la sustitución sistemática, en algún caso reciente, de la distribución de dividendos por la ampliación liberada con cargo a reservas.

Es indudable que la política de emisiones a la par como mecanismo de obtención de fondos supone por parte de la empresa una subutilización de sus oportunidades de financiación en el mercado, que serán mejor aprovechadas cuanto más próximo esté el tipo de emisión de las nuevas acciones a la cotización de las existentes (2). Las empresas españolas, en contraste con las de otros países, distan, evidentemente, de explotar sus oportunidades, y con ello, al mismo tiempo, dificultan sus posibilidades de autofinanciación, puesto que la expansión del número de títulos y el deseo de mantener una política estable de dividendos nominales por acción supone una distribución creciente de dividendos, pese a la poca importancia de los mismos en comparación con el valor efectivo de las acciones. Por otra parte, la evolución hacia otras prácticas emisoras y bursátiles no puede realizarse bruscamente sin grave perturbación de la situación del mercado. No es de extrañar que sean tan solo los años de auge de la bolsa, como el que estamos comentando, los que registren movimientos favorables desde el punto de vista financiero de las empresas, aunque limitados, en la política de emisiones, y que esos avances se interrumpan en los años de baja coyuntura bursátil.

II.4. El mercado secundario.

Durante 1973 ha continuado, en líneas generales, la tendencia expansiva iniciada el año anterior en la bolsa de valores. Algunas de las magnitudes que definen ese mercado han crecido de modo notable.

La cotización de acciones (tomando como indicador el índice elaborado por la Bolsa de Madrid) muestra un crecimiento del 12,7 por 100 para el total; aunque el aumento es muy inferior al de

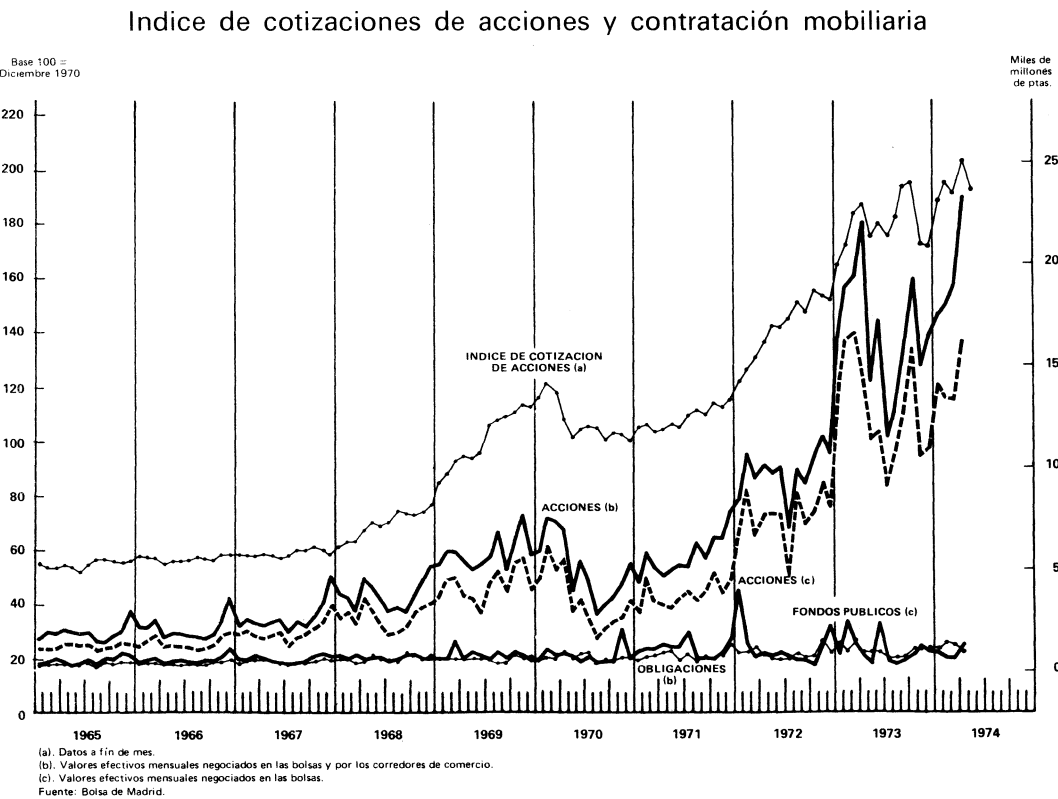
(1) Sobre la rentabilidad de las acciones, véase F. Martín Bourgón, **Rendimiento de una cartera de valores en España en el período 1961-1972**, Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, serie A, número 4, 1974.

(2) Siempre existirá, de hecho, una separación entre ambos, habida cuenta de las diferencias en derechos políticos y económicos entre acciones viejas y nuevas, así como de liquidez, dado el lapso de tiempo que debe transcurrir hasta que éstas alcanzan la cotización en Bolsa.

1972 (año en que el índice se incrementó un 32 por 100), refleja todavía avances considerables. Por otra parte, esa cifra oculta una serie de flexiones a lo largo del ejercicio, en las que es fácil seguir la influencia de las condiciones monetarias y crediticias.

Durante los cuatro primeros meses, el crecimiento de los precios de las acciones fue muy fuerte (23,2 por 100), más fuerte incluso que el año anterior. A esta fase siguió un período de inestabilidad de tres meses, con alzas y bajas alternativas, que son reflejo de los efectos estacionales de las emisiones que se acumulan en ese período, así como de las incertidumbres del mercado, en tanto se perfilaba la política del nuevo Gobierno, y de la elevación del tipo básico en un punto. A partir de agosto, y hasta octubre, confirmada la evolución expansiva de la economía, se reanudó la escalada del índice, situándose en el último de los meses citados un 28 por 100 por encima del nivel de diciembre de 1972. Sin embargo, en noviembre, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales, que debía repercutir inevitablemente en las españolas, pero sobre todo del endurecimiento de la situación monetaria interna, se produjo una caída del 11,5 por 100 en las cotizaciones. La subsiguiente suavización de las tensiones crediticias dio pie a una evolución más calmada de la bolsa en diciembre, que absorbió con serenidad los acontecimientos políticos de aquel mes. Y, luego, a la extraordinaria recu-

GRAFICO IV-4

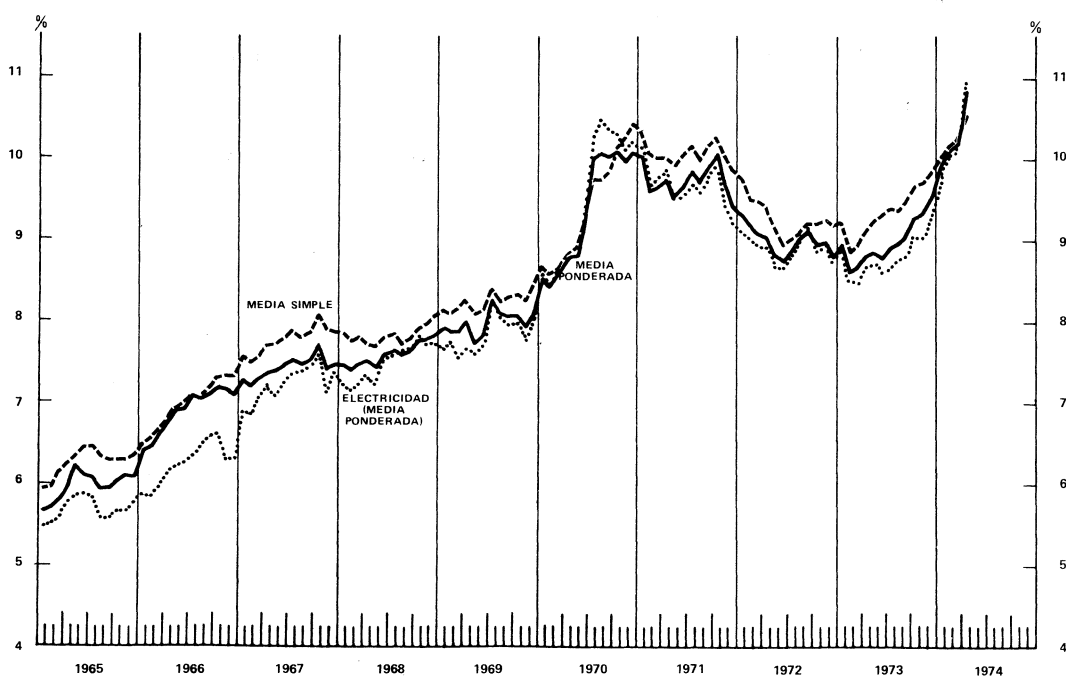


peración registrada a comienzos de 1974, en la que posiblemente jugó un papel notable la constitución de carteras por las sociedades y fondos de inversión mobiliaria creados en la última parte de 1973 y que solo flexionaría al reaparecer en el segundo trimestre las tensiones crediticias.

En cuanto al mercado de obligaciones, su evolución se refleja con mayor exactitud que en los precios en el rendimiento interno de los títulos (1). Esta magnitud, desde noviembre de 1971 venía registrando una caída que le situó en febrero de 1973 a un nivel del 8,6 por 100, el punto más bajo desde mediados de 1970. A partir de ese mes se opera un cambio en la tendencia, si bien el alza fue muy moderada hasta finales de año: en septiembre, el tipo de las obligaciones alcanza el 9 por 100 y solo a partir de las tensiones de noviembre empieza a subir con mayor viveza, situándose en 9,5, a finales de año, y en 10,8, en abril de 1974.

GRAFICO IV-5

Rendimiento interno de las obligaciones



(1) El rendimiento interno de las obligaciones, tal como lo calcula el Banco de España, es la tasa de descuento que iguala la corriente de ingresos futuros derivados de la posesión de una obligación y el coste actual de la misma. El índice elaborado por el Banco es una media ponderada de los rendimientos correspondientes a una muestra variable de 16 valores con vencimientos superiores a seis años. Los detalles de su formulación, cálculo, cobertura, etc., pueden verse en I. Garrido, **El rendimiento interno de las obligaciones, 1960-1973**, Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios económicos*, serie A, número 3, 1974.

El rendimiento interno de las obligaciones está básicamente afectado por la evolución de las condiciones monetarias, aun cuando su carácter de tipo a largo plazo hace que en él se refleje esa evolución con cierto retraso y de modo atenuado, incorporando expectativa sobre precios y evolución futura de la economía que están ausentes en la formación de los tipos de los mercados monetarios y crediticios a corto plazo. Como puede observarse en los gráficos III-17 y IV-5, el rendimiento de las obligaciones responde, con los condicionamientos señalados, a la evolución del tipo de redescuento del Banco de España, indicador aproximado, en los últimos años, de las tensiones financieras del sistema, y en los meses más recientes a la escalada de los tipos de los mercados interbancarios, tipos libres que reflejan con más precisión que el de redescuento la verdadera situación de los mercados.

Pasando de los precios a la actividad de los mercados, la contratación global registrada mostró en 1973 un alza superior al 51 por 100 (tras otro aumento de un 60 por 100 en 1972) y un volumen de operaciones superior a los 215.000 millones de pesetas en valores efectivos. Por supuesto, ese aumento extraordinario se debe en buena parte a la elevación de los precios; no obstante, la contratación en términos nominales aún registra un crecimiento próximo al 28 por 100 (1).

Los distintos sectores del mercado muestran una evolución bastante dispar. Así, mientras la negociación de acciones creció un 62 por 100, y supone ya cerca de un 90 por 100 de la contratación total, la de obligaciones y bonos solo aumentó un 17 por 100 y la de fondos públicos se contrajo. Hay que anotar, entre las acciones, un aumento muy vivo en la negociación de valores bancarios, y en el caso de los títulos privados de renta fija, un alza de un 48 por 100 en los bonos de caja, que contrasta acusadamente con el descenso en la negociación de las obligaciones de otras empresas. Ese alto volumen de negocio en bonos de caja justifica su liquidez y ayuda a explicar el resurgimiento de la demanda privada de los mismos. En cuanto a los fondos públicos, el descenso de su negociación se debe a la casi total desaparición de las deudas pignoras del mercado, enterradas, tras varios años de intensa demanda institucional, en los coeficientes de caja de bancos y cajas de ahorros. Es interesante destacar, en cambio, el aumento de la negociación de valores no pignorables (un 45 por 100), aumento en el que influyen operaciones aisladas de inversiones institucionales, pero que reflejan también, en algún grado, la falta de emisiones de deuda para el público general durante el pasado año.

- (1) El continuo crecimiento del número de títulos en circulación y de las transacciones en valores ha desbordado en los últimos años la capacidad técnica del mercado de valores (agentes intermediarios, depositarios), habida cuenta de la excesiva rigidez de los mecanismos legales y administrativos de posesión de los títulos. El problema más obvio resultante de ello lo constituyen los retrasos en la liquidación de las operaciones, sin olvidar el coste administrativo de la custodia y administración de los títulos. Los remedios parciales e insuficientes adoptados en los últimos años han dado paso, en 1974, a un nuevo sistema de liquidación y compensación de operaciones de bolsa y de depósito de valores (Decreto 1.128/1974, de 25 de abril, y Orden Ministerial de 20 de mayo) basado en la fungibilidad de los títulos depositados en las entidades adheridas al sistema.

Cantidades negociadas en el mercado de valores

	Miles de millones de pesetas			Tasas de crecimiento	
	1971	1972	1973	1972	1973
Valores efectivos:					
Fondos públicos	12,5	14,1	12,4	13,0	— 12,2
Pignorables	6,5	6,9	2,0	7,0	— 71,7
Otros	6,0	7,2	10,4	19,5	45,2
Obligaciones y bonos	8,3	9,7	11,3	16,1	17,2
Bonos de caja	5,4	5,1	7,5	— 7,1	48,0
Otras obligaciones	2,9	4,6	3,8	60,0	— 16,8
Acciones	67,9	118,8	192,1	74,9	61,7
Bancarias	24,4	44,6	76,9	82,6	72,2
Eléctricas	11,4	20,0	23,9	75,7	19,7
Otras acciones	32,1	54,2	91,3	68,7	68,5
Total	88,7	142,6	215,8	60,7	51,4
Del que:					
Bolsas	60,3	109,0	163,2	80,9	49,7
Corredores y bolsines	28,4	33,6	52,6	17,8	56,8
Valores nominales:					
Fondos públicos	11,4	12,3	11,7	8,8	— 5,1
Obligaciones	8,7	40,0	56,7	49,9	41,7
Total	46,8	62,2	79,7	33,0	28,1

II.5. Actuación de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.

Si el ciclo alcista bursátil de 1968-69 se caracterizó y fue animado por el auge de los fondos de inversión, el de 1972-73 podría denominarse el de las sociedades de inversión mobiliaria. Los fondos de inversión, en efecto, no consiguieron salir de la situación de apatía en que quedaron a partir de 1970; la creación de algunas entidades nuevas oculta el continuo retroceso de las ya existentes y no consigue atraer un volumen sustancial de nueva clientela. Por el contrario, la creación de sociedades mobiliarias continuó a ritmo acelerado, proliferando las emisiones tanto en éstas como en las entidades existentes, con un importe nominal de 32,2 mil millones de pesetas y un crecimiento del balance del 93 por 100 (1).

Como puede observarse en el cuadro IV-26, y pese a la creación de cinco nuevos fondos, la cuenta de partícipes del conjunto de estas entidades, que refleja su capacidad de captación de recursos ajenos, creció tan solo en 4.000 millones de pesetas en 1973. Dada la tónica alcista del mercado, eso muestra claramente la medida de la pérdida de interés tanto del público como de los grupos promotores por esta forma de inversión colectiva. A esa pérdida de interés

(1) Los 38,2 mil millones de emisiones de acciones que el cuadro IV-20 muestra para las sociedades de inversión mobiliaria, son el resultado de añadir a los 32,2 mil millones de aumento del capital desembolsado 6.000 millones de reservas constituidas con fondos procedentes de primas de emisión de acciones.

colabora seguramente la excesiva intervención reglamentaria en el funcionamiento de los fondos y, en particular, en su política de resultados, que coarta sus posibilidades comerciales; si bien la razón fundamental debe buscarse en la frustración de las excesivas esperanzas puestas en estas entidades en el momento de su mayor expansión. No hay que descartar, por otra parte, entre las causas de su actual estancamiento, la competencia de las sociedades de inversión mobiliaria; una alternativa de inversión que se presenta aún con visos de novedad, no despierta en el mercado memoria de pasadas dificultades y disfruta de una capacidad de maniobra mucho mayor en materia de distribución de resultados.

Al considerar el balance de los fondos destaca fuertemente el crecimiento de la tesorería (que sube del 15,2 al 24,4 por 100 del patrimonio entre diciembre de 1972 y diciembre de 1973) y el casi absoluto estancamiento de la cartera de valores. El hecho de que tres de los cinco fondos creados hayan nacido en el último cuatrimestre del año, y que esos fondos todavía no hayan materializado en valores su inversión inicial, explica en parte esa situación, pero no es la única causa. En efecto, la política de inversión de los fondos ha sido muy cauta a lo largo de todo el año, si se exceptúan sus primeros cuatro meses: a partir de abril, aparecidas las primeras vacilaciones en el mercado de valores, los fondos surgen como vendedores netos, con vistas a mejorar su tesorería y cubrir posibles retiradas de partícipes que, de hecho, se producen, aunque en pequeña cuantía, en los meses siguientes.

Una innovación reglamentaria aparecida en 1973, que en su momento se solicitó con insistencia, fue la autorización a los fondos y sociedades de inversión para comprar valores extranjeros hasta un 10 por 100 del patrimonio, por Orden Ministerial de 23 de marzo de 1973 (1).

(1) El desarrollo de esa orden por Resolución de la Dirección General de Política Financiera y por tanto, el comienzo de su puesta en práctica, tiene fecha de 12 de julio.

CUADRO IV-26
Fondos de inversión mobiliaria: Balance

Saldos a fin de período

	Miles de millones de pesetas		
	1971	1972	1973
Tesorería	3,4	5,3	10,1
Otros activos líquidos	—	0,4	0,2
Cartera de valores (al cierre)	22,6	29,5	30,7
Deudores	1,7	1,2	2,6
ACTIVO = PASIVO	27,8	36,4	43,6
Patrimonio	25,7	35,1	41,5
Partícipes	25,0	28,7	32,7
Revalorización	1,2	4,9	3,9
Resultados (neto)	— 0,5	1,4	4,9
Acreedores	2,0	1,3	2,1

FUENTE: Dirección General de Política Financiera.

En la práctica, esta autorización no ha producido los frutos que de ella se esperaban, en parte por la coyuntura que atraviesan las bolsas internacionales a raíz de su publicación, pero muy especialmente por los condicionamientos, sumamente cautelosos, de la citada autorización (1). A fines de 1973, solo siete fondos presentaban valores extranjeros en su cartera, por un importe agregado de 355 millones de pesetas (valor al cierre), y con pérdidas de 65 millones sobre el valor de coste. En los cuatro primeros meses de 1974 la situación no se ha alterado sustancialmente.

La tremenda expansión de las sociedades de inversión mobiliaria queda manifestada por el elevado número de sociedades que se crearon durante el año y por el crecimiento de su balance. En 1973 se inscribieron, en efecto, 78 sociedades, siendo a fin de año 259 las que había en funcionamiento. La multiplicación de solicitudes para la creación de sociedades mobiliarias, junto con la sospecha de que muchas de ellas no respondían a los fines que se proponía el legislador al crear esta figura económica, sino que trataban meramente de aprovechar las ventajas fiscales de la misma, hizo que durante parte de 1973 no se concedieran autorizaciones, publicándose luego la Orden de 12 de noviembre, que modifica algunos artículos de la de 5 de junio de 1964, para conseguir que las sociedades de inversión mobiliaria cumplan la finalidad para la que fueron creadas, esto es, ofrecer una vía para la canalización del ahorro, y en particular el mediano y pequeño, hacia la inversión en valores, y especialmente en los cotizados en bolsa. Por ello, se exige a las sociedades un programa de difusión y negociación en bolsa de sus propias acciones, así como el compromiso de cumplimentar en el plazo máximo de un año cuantos requisitos se precisen para conseguir su admisión definitiva a cotización oficial. Por otra parte, se limita a dos años el tiempo que las sociedades pueden tener en su cartera valores no cotizados. Estas normas no parecen haber mermado apreciablemente el interés por la constitución de nuevas sociedades mobiliarias.

Por lo que se refiere al crecimiento de las operaciones de este grupo de entidades, debe observarse que la gran expansión registrada no se circunscribe a las sociedades aparecidas en el año: si el balance de éstas supone, a fin de ejercicio, un total de 35,4 mil millones de pesetas, el de las que ya operaban a principios de año aumenta en 24,1 mil millones, con una expansión del 37,6 por 100 sobre los saldos acumulados a diciembre de 1972. Lógicamente, la evolución de ambos grupos de entes presenta características muy distintas. En el caso de las sociedades inscritas en años anteriores, la fuente de fondos más importante la constituyen los recursos internos (reservas y resultados pendientes de distribución), que les proporcionan más

(1) Para poder adquirir valores extranjeros, los fondos deben reunir las siguientes condiciones: 1) Sus participaciones deben gozar de cotización calificada. 2) Su patrimonio excederá de 1.000 millones de pesetas. 3) Las acciones de sus gestores serán nominativas. 4) El capital desembolsado de éstas será de 100 millones como mínimo, y un millón más por cada 100 millones de exceso sobre los 1.000 millones en el patrimonio del fondo. 5) Su capital será español, al menos en un 75 por 100. Existen limitaciones a la transferibilidad interior de los valores y a la disposición de fondos líquidos en el exterior. Se prevé, además, que la inversión exterior se hará a un ritmo que no exceda del 1 por 100 mensual del patrimonio.

Sociedad de inversión mobiliaria: Balance

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973		
			Total	Inscritos hasta 1972	Inscritos en 1973
Tesorería	1,9	3,4	23,9	9,3	14,6
Cartera de valores (al coste)	40,4	58,5	95,5	75,6	19,9
Acciones cotizadas	36,5	53,0	87,3	69,1	18,2
Acciones no cotizadas	2,5	3,1	4,2	3,6	0,6
Obligaciones	1,3	2,2	3,6	2,6	1,0
Fondos públicos	—	0,2	0,3	2,6	—
Deudores	0,5	1,4	2,6	2,1	0,5
Otras cuentas	0,6	0,8	1,6	1,1	0,5
ACTIVO = PASIVO	43,3	64,1	123,6	88,2	35,4
Capital y reservas	42,2	62,0	117,1	83,3	33,8
Capital desembolsado	27,1	39,8	72,0	46,4	25,6
Reservas	12,1	14,3	29,5	22,6	6,9
Resultados pendientes de distribución	3,0	7,9	15,6	14,3	1,3
Acreedores	1,0	2,0	6,3	4,7	1,6
Otras cuentas	0,1	0,1	0,2	0,1	—

FUENTE: Dirección General de Política Financiera.

del 60 por 100 de los recursos empleados durante el año. En cuanto a la colocación de los mismos, la cartera supone el 85 por 100 del balance, pero es de destacar el aumento, relativo y absoluto, de la tesorería, indicio de una mayor cautela en la política de inversiones, motivada, sin duda, por los altos niveles alcanzados por la bolsa. Las sociedades inscritas en 1973, por su parte, obtienen casi tres cuartas partes de sus fondos de la emisión de acciones y solo un 23 por 100 de recursos internos que, en realidad, no derivan de los resultados de su actividad inversora, sino de las primas de emisión de sus acciones. También son menores en proporción las inversiones de cartera (un 56 por 100 del balance), ya que por su propia novedad, y por las razones de cautela que afectan a otros inversores mobiliarios, el porcentaje de recursos líquidos que aparece en su balance es superior al 40 por 100 del mismo.

III. LA FINANCIACION DE LOS SECTORES

El propósito de esta última parte del estudio de la situación financiera debía ser analizar los flujos netos, reales y financieros de caja directos, entre los diferentes sectores finales de la

economía, sus necesidades de financiación, habida cuenta de su propia demanda de activos financieros y, como resultante o residuo de ello, su demanda bruta de financiación, especialmente crediticia, a los intermediarios financieros. Este análisis es básico para entender el significado de la demanda privada de crédito al sistema bancario y precisar su intensidad; puesto que esa demanda depende no solo de ciertas variables «reales», tales como la inversión fija o en existencias, sino también, y quizás en mayor grado, del superávit de caja que el sector reciba de otros operadores, de las fuentes alternativas de financiación, no intermediadas, y de sus propias inversiones financieras, incluyendo la adquisición de activos monetarios.

Sin embargo, de este análisis solo pueden presentarse fragmentos aislados, dada la insuficiencia o retraso de los datos estadísticos existentes. Tan solo cabe aproximarse al propósito inicial en el caso del sector exterior y sus relaciones con los sectores finales internos, gracias a los datos de balanza de pagos. En el caso del sector público, sin embargo, el retraso en la publicación de datos generales (que pueden revisar de modo importante los presupuestarios) y la insuficiente información sobre algunos subsectores del mismo impiden progresar en el sentido deseado. El sector privado solo puede plantearse como residuo estadístico resultante del estudio de los demás sectores, siendo hoy por hoy imposible un análisis separado de las empresas y las economías domésticas.

III.1. La actividad financiera del sector público.

Presentar un cuadro completo de las cuentas financieras del sector público es todavía imposible, dado que las cuentas de las empresas públicas, solo disponibles para los años 1966 a 1969, no están consolidadas con las cuentas de las administraciones públicas. De otro lado, tampoco pueden ser utilizadas las previsiones que elabora el Ministerio de Hacienda y que envía, junto al presupuesto, a las Cortes, ya que ambos sectores —administraciones y empresas públicas— siguen sin consolidarse entre sí.

Se ha optado por ello por presentar dos cuadros, el cuadro IV-28, que recoge las cuentas financieras de las administraciones públicas, a las que se ha agregado el I. N. I., para los años 1970 a 1972 —1973 no puede elaborarse, dado el retraso en la publicación de las cuentas de las administraciones públicas—, y el cuadro IV-29, que muestra la financiación neta prevista inicialmente para los componentes del sector público en 1973 y 1974.

Por lo que respecta a los últimos años, puede observarse que la emisión de valores junto a los préstamos del Banco de España se constituyen en la principal fuente de financiación pública. La tendencia apuntada en los últimos años de constituir las obligaciones pendientes de pago en otra fuente de financiación parece haber continuado en 1972 (1). Los préstamos en sentido

(1) Como puede verse en el cuadro, la masa de «deuda flotante» que se está acumulando entre el sector público y el resto de la economía, en ambas direcciones, es muy considerable. Sin embargo, debe hacerse constar que en los renglones de «otros activos y pasivos financieros» se acumulan errores y residuos importantes y que la heterogeneidad de las partidas incluidas en ellos impiden su plena consideración de fuente de financiamiento.

Principales flujos financieros del sector público (a)

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
ACTIVOS FINANCIEROS	65,8	63,4	69,4
Variaciones de caja y depósitos (b)	7,0	12,0	14,2
Adquisición de obligaciones de empresas (neto)	0,7	— 0,7	— 3,3
Seguridad Social	0,8	— 0,7	— 3,4
Adquisición de acciones (neto)	11,9	10,5	16,3
Estado	4,3	5,0	5,0
I. N. I.	7,3	4,9	9,5
Seguridad Social	0,3	0,6	1,8
Préstamos a empresas privadas (neto)	1,8	2,6	1,5
Créditos y préstamos del I. N. I. (neto)	10,3	4,3	0,6
Dotaciones al crédito oficial (c)	15,5	22,4	18,0
Otros activos financieros (neto) (d)	18,5	12,3	22,1
PASIVOS	— 56,7	— 87,8	— 65,4
Emisiones netas	— 22,8	— 69,0	— 60,0
Estado	— 10,1	— 61,4	— 43,1
Organismos autónomos administrativos	—	—	—
I. N. I.	— 11,8	— 7,0	— 15,3
Corporaciones locales	0,1	0,3	— 1,6
(+) Enajenaciones de la Seguridad Social	— 1,0	— 0,9	—
Préstamos de instituciones financieras (neto) (e)	— 3,8	5,1	— 6,9
Posición neta del Tesoro en el Banco de España (f)	— 5,2	9,8	22,2
Traspaso al Tesoro del crédito del Banco de España al I. N. I.	—	— 11,1	—
Otros pasivos financieros (neto) (g)	— 24,9	— 22,6	— 20,7
FINANCIACION NETA (h)	9,1	— 24,4	4,0
Estado	2,2	— 26,5	0,8
Organismos autónomos administrativos	1,0	2,1	0,1
I. N. I.	1,1	— 0,1	— 5,3
Corporaciones locales	2,2	— 2,4	— 4,3
Seguridad Social	2,6	2,5	12,8

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

(a) Comprende: Estado, organismos autónomos administrativos, I. N. I., corporaciones locales y Seguridad Social.

(b) Excluidas la del Estado, que se incluyen en la posición neta del Tesoro en el Banco de España.

(c) Según I. C. O.

(d) Principalmente, variación neta en los derechos pendientes de cobro y ajuste.

(e) Incluidos los créditos al I. N. I. del Banco de España, según balance de éste.

(f) Según Banco de España.

(g) Principalmente, variación neta en las obligaciones pendientes de pago y ajustes.

(h) Signo + = financiación del sector o ente público al resto de los sectores o entes.

Signo — = financiación del resto de los sectores al sector o ente público.

FUENTE: Los datos de este cuadro son una reelaboración de los cuadros de desarrollo de las cuentas de las administraciones públicas (ver Apéndices 58 al 72) y de los balances del I. N. I., completados con datos del balance del Banco de España.

estricto tienen, en conjunto, poca importancia. Si bien un análisis detallado de los diversos componentes mostraría sustanciales diferencias en su política de endeudamiento, con carácter general, puede afirmarse que las administraciones públicas manifiestan cierta renuncia al endeudamiento crediticio, articulando su financiación básicamente sobre la emisión de obligaciones. Esa actitud, explicable en las circunstancias de los últimos años, ha dado paso en 1974 a una mayor utilización de las fuentes crediticias exteriores que, aparte sus efectos sobre la balanza de pagos, deberá alterar la estructura de la financiación pública.

Por lo que respecta a las inversiones financieras del sector, caben también algunas observaciones generales. La importancia relativa de los préstamos concedidos se debe fundamentalmente a las dotaciones al crédito oficial, a su vez financiadas con la emisión de cédulas para inversiones, que aparecerán como pasivos financieros. Si se excluyen éstas, el resto de los préstamos es de mucha menor importancia y se dirige básicamente a las empresas privadas. La adquisición pública de acciones, que muestra volúmenes de cierta consideración, resulta de la participación del Estado en la Telefónica y de la actividad de apoyo del I. N. I. a empresas de su grupo, actividad que se financia con emisiones de obligaciones.

En su conjunto, las administraciones públicas han mostrado en los últimos años un superávit, o déficit (en 1971), no financiero muy pequeño, si se pone en relación con el total de su actividad. Por ello la emisión de sus pasivos ha venido explicada fundamentalmente por su política de colocación de activos.

Un análisis detallado de los diversos agentes componentes de las administraciones públicas muestra un comportamiento dispar. Así, el Estado, que tiene considerable importancia en la evolución de las cuentas financieras del sector público, alterna a lo largo del último decenio déficits con superávits. Sus principales pasivos financieros son la emisión de obligaciones y los préstamos del Banco de España, alcanzando escasa importancia los préstamos recibidos y siendo muy bajo el endeudamiento exterior. Dentro de sus activos financieros destacan los préstamos, ya que en ellos se recogen, como antes se dijo, las dotaciones al crédito oficial.

Los organismos autónomos administrativos y las corporaciones locales tienen escasa relevancia en las cuentas financieras públicas. Es la Seguridad Social, en cambio, quien junto al Estado explica su evolución. La Seguridad Social ha cerrado hasta el momento sus ejercicios con superávit, en algunos casos muy elevado, aunque puede esperarse su progresiva desaparición en el futuro. Ese superávit era colocado básicamente en la compra de obligaciones (ver Informe 1971 y 1972), pero en los últimos años la Seguridad Social está vendiendo parte de su cartera e incrementando sus recursos líquidos (depósitos en bancos y cajas de ahorros).

Para 1973 solo se encuentran disponibles los datos referentes al Estado, aunque se dispone de unas previsiones, muy incompletas, de las cuentas financieras de las administraciones públicas. Según esas previsiones, las administraciones tendrían en 1973 un déficit de 15.300 millones de pesetas, frente al superávit de 5.600 millones de 1972. Este déficit se debería casi exclusivamente a las corporaciones locales y vendría explicado básicamente por el aumento de retribuciones a sus funcionarios y al retraso en la entrada en vigor de la nueva Ley de Régimen Local, que establece nuevos impuestos. Según las previsiones, la Seguridad Social mostraría un déficit de 2.300 millones y los organismos autónomos alcanzarían uno de 4.600 millones, mientras que el Estado tendría un superávit de 5.900 millones. Al no disponerse de datos de los organismos autónomos administrativos, las corporaciones locales y la Seguridad Social, solo cabe analizar cuál ha sido la evolución de las cuentas financieras del Estado, no siendo posible aventurar conclusiones sobre el efecto financiero de la actividad pública en el sector privado.

CUADRO IV-29

Financiación neta del sector público: Previsiones (a)

Miles de millones de pesetas

	1973	1974
TOTAL	67,3	— 65,3
Administraciones públicas	— 15,3	— 8,9
Estado	5,9	13,7
Organismos autónomos administrativos	— 4,6	— 3,3
Corporaciones locales	— 14,3	— 14,3
Seguridad Social	— 2,3	— 5,0
Empresas públicas (b)	— 52,0	— 56,4
Organismos autónomos comerciales	— 11,5	5,9
Renfe	— 9,0	— 9,5
I. N. I.	— 31,5	— 50,4
Servicios comerciales incluidos en presupuesto	—	— 2,4

(a) El signo (—) indica necesidad de financiación y el (+) capacidad de financiación.

(b) Ver cuadros del Apéndice, números 73, 74 y 75.

FUENTE: El presupuesto del sector público, 1973 y 1974. Ministerio de Hacienda.

En el Capítulo II se analizó la evolución de las cuentas no financieras de la Administración Central y se comentó cómo en 1973 el superávit no financiero fue de 7.600 millones, frente a los 800 millones de 1972. En cuanto al modo de financiar ese superávit, ha de destacarse que el volumen neto de emisiones de deuda disminuyó de 43.000 millones, en 1972, a 18.300 millones, en 1973, hecho que se ha comentado anteriormente, dándose datos sobre los componentes de este concepto. Debe hacerse notar que el volumen de cédulas para inversiones emitidas fue inferior en unos 13.000 millones a las dotaciones al crédito oficial. Los ingresos por enajenación de activos financieros aumentaron al haberse producido unas mayores ventas de acciones por parte del Estado. Las cuentas de la Administración Central en el Banco de España reflejan un comportamiento totalmente distinto al del año anterior. Así, mientras en 1972 se había producido una reducción del endeudamiento neto de 21.500 millones de pesetas, este año se produjo un aumento de 2.900 millones.

Para 1974, las previsiones iniciales de las cuentas de las administraciones públicas mostraban un déficit menor que en 1973, a causa fundamentalmente del aumento en el superávit previsto para la Administración Central. Las medidas fiscales adoptadas en los comienzos del año —a las que se hace referencia en el Capítulo V de este Informe— trastocan profundamente estas previsiones, ya que la Administración Central incurrirá en un fuerte déficit no financiero, estimado entre 40.000 y 50.000 millones de pesetas que, básicamente, será cubierto con financiación obtenida en el Banco de España, ya que no se prevén emisiones de mercado como fuente de obtención de recursos presupuestarios y solo se acudirá en una cifra comparativamente modesta al endeudamiento exterior.

Financiación de la Administración Central

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972	1973
Activos financieros (neto)	3,7	4,0	5,0	2,7
Dotaciones al crédito oficial	15,5	22,4	18,0	25,1
Emisiones de deuda (neto) (a)	— 10,1	— 61,3	— 43,0	— 18,3
Emisiones brutas	— 22,3	— 68,1	— 47,5	— 68,3
Amortizaciones	12,2	6,8	4,5	50,0
Préstamos exteriores (neto)	0,3	— 1,7	— 0,6	1,6
Préstamos brutos	— 0,6	— 2,2	— 2,5	— 1,2
Amortizaciones	0,9	0,5	1,9	2,8
Recurso neto al Banco de España	— 6,2	— 2,4	21,5	— 3,5
Emisión de moneda metálica	— 1,0	— 1,1	— 0,7	— 0,6
Otros conceptos (b)	— 5,2	9,8	22,2	— 2,9
Por traspaso del crédito al I. N. I.	—	— 11,1	—	—
Crédito al I. N. I.	—	11,1	—	—
FINANCIACIÓN NETA (c)	— 3,2	— 27,9	0,9	7,6

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

Véanse cifras más detalladas y notas en los cuadros Apéndices 55 y 57.

(a) Incluye emisiones netas de bonos del Tesoro. No incluye, en 1973, 0,2 miles de millones de pesetas resultantes de la conversión de Deuda Perpetua Exterior domiciliada en Deuda Perpetua Interior.

(b) Incluye cuenta de bonos del Tesoro.

(c) Las cifras de financiación aquí recogidas difieren de las del cuadro IV-28, al recogerse en aquel cuadro los derechos pendientes de cobro y las obligaciones pendientes de pago, así como diversos ajustes.

Tal como se apunta en el Capítulo V, el primer trimestre muestra ya, para el sector público, un déficit estacional importante, aunque todavía no tan alejado del habitual en ese período (a tenor de lo ocurrido en años anteriores) como las previsiones del párrafo precedente harían temer, déficit que ha sido financiado básicamente aumentando el endeudamiento neto en el Banco de España.

III.2. Flujos financieros con el exterior.

A partir de 1970, pero muy especialmente en los últimos tres años, la balanza de pagos española por cuenta corriente muestra un superávit importante. Eso implica que el país ha sido exportador neto de capital durante ese período, puesto que ha entregado al resto del mundo más recursos reales y servicios (incluidos los de los emigrantes) de los que ha recibido; esto es, ha prestado esos recursos. En esta sección se va a estudiar el significado económico de esta situación, así como algunos aspectos de las contrapartidas financieras por las cuales ha discursado ese préstamo neto.

De hecho, los movimientos financieros que totalizan el préstamo exterior neto de la economía española se componen estos años básicamente de dos factores contrapuestos: de una parte, un importante endeudamiento a largo plazo del sector privado con el resto del mundo; de otra, un préstamo al exterior, en su mayor parte a corto plazo, del sistema crediticio español, espe-

CUADRO IV-31

Balanza de pagos: Financiación neta del exterior a la economía española

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
Capital privado a largo plazo	42,1	60,3	47,2
De extranjeros a españoles	50,4	69,0	59,6
De españoles a extranjeros	— 8,3	— 8,7	— 12,4
Capital público	— 7,2	— 0,2	— 2,7
Sistema crediticio	— 88,1	— 93,7	— 80,6
Reservas exteriores (aumento: —)	— 100,9	— 96,4	— 71,8
Revalorización de las reservas	—	— 8,1	— 0,2
Contrapartida de D. E. G.	2,9	2,9	—
Pesetas convertibles	9,9	5,3	— 18,5
Circular 242	—	2,6	9,9
Capital a corto	— 6,8	— 3,2	3,7
Operaciones a corto plazo	—	— 5,6	1,6
Errores y omisiones	— 6,8	2,4	2,1
Financiación neta: Saldo de la balanza por cuenta corriente	— 60,0	— 36,8	— 32,4

cialmente de las autoridades monetarias centrales, en forma de aumento de reservas. En 1973, el superávit de balanza corriente ha sido ligeramente menor del registrado el año precedente: 32,4 mil millones de pesetas, frente a 36,8 mil millones en 1972. Por otro lado, sus dos contrapartidas financieras básicas han mostrado reducciones de cierta consideración: las entradas de capital privado a largo plazo han descendido de 60,3 mil millones a 47,2 mil millones; las salidas de capital a corto del sistema crediticio han caído de 93,7 mil millones a 80,6 mil millones.

Desde el punto de vista de la financiación al sector privado, y en relación con las consideraciones apuntadas en una sección anterior de este Capítulo al hablar de las razones básicas de la demanda de crédito al sistema bancario, los movimientos descritos tienen una relevancia que importa destacar. En efecto, el superávit de cuenta corriente es un agregado de superávits o déficits del sector privado y del sector público en sus operaciones no financieras con el resto del mundo. Para uno y otro sector, un superávit se configura como una entrada de caja, sin contrapartida financiera, en divisas que son vendidas al sistema crediticio y transformadas así en recursos líquidos internos para el sector que generó el superávit. Estos no son todos los recursos que ese sector recibe del exterior: hay que añadirles los recibidos en forma de entradas de capital exterior (netos de la financiación del sector al resto del mundo). Así, pues, el superávit con el resto del mundo de los sectores en sus operaciones por cuenta corriente, más las entradas netas de capital a su favor (cuya contrapartida global la constituyen las salidas netas del sistema crediticio al resto del mundo) componen la «financiación» total recibida por los sectores en sus operaciones exteriores, «financiación» que sustituye a la procedente de fuentes interiores.

CUADRO IV-32

Balanza de capital a largo plazo

Miles de millones de pesetas

	1971			1972			1973		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Capital privado	76,6	34,5	42,1	103,4	43,1	60,3	116,8	69,6	47,2
a) De extranjeros a España	76,2	25,7	50,5	102,6	33,6	69,0	116,3	56,7	59,6
Inversiones directas	16,9	2,8	14,1	20,2	2,4	17,8	28,2	4,7	23,5
Inversiones en cartera	4,4	2,6	1,8	9,6	7,3	2,3	16,0	8,6	7,4
Inversiones en inmuebles	18,4	0,1	18,3	25,9	0,4	25,5	34,5	0,3	34,2
Créditos comerciales import. y antici. (netos) ..	1,7	—	1,7	6,7	—	6,7	1,1	—	1,1
Préstamos Eximbank	3,4	3,5	— 0,1	4,2	3,5	0,7	5,3	2,7	2,6
Préstamos a empresas	31,4	16,7	14,7	36,0	20,0	16,0	31,2	40,4	— 9,2
b) De españoles a extranjeros	0,3	8,7	— 8,4	0,8	9,5	— 8,7	0,5	12,9	— 12,4
Inversiones directas	0,1	1,9	— 1,8	0,1	3,8	— 3,7	0,1	4,8	— 4,7
Inversiones en cartera	—	0,1	— 0,1	0,1	—	0,1	0,1	0,3	— 0,2
Inversiones en inmuebles	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Créditos comerciales export. y antici. (netos) ..	—	6,4	— 6,4	—	5,6	— 5,6	—	6,3	— 6,3
Préstamos a empresas	0,2	0,3	0,1	0,6	0,1	0,5	0,3	1,5	1,2
2. Capital público	2,8	10,0	— 7,2	6,2	6,4	— 0,2	3,5	6,2	— 2,7
Préstamos concedidos al Gobierno español ..	2,1	0,3	1,8	1,3	0,3	1,0	1,1	0,3	0,8
Préstamos concedidos por el Gobierno español ..	0,3	0,5	— 0,2	0,1	0,2	— 0,1	0,1	—	0,1
Otros préstamos y amortizaciones	0,4	9,2	— 8,8	4,8	5,4	— 0,6	2,2	5,8	— 3,6
Cuotas organismos internacionales	—	—	—	—	0,5	— 0,5	0,1	0,1	—
TOTAL	79,4	44,5	34,9	109,6	49,5	60,1	120,3	75,8	44,5

FUENTE: Ministerio de Comercio y Banco de España.

No es posible, con los datos elaborados disponibles, sectorizar la totalidad de la balanza de pagos con objeto de aislar en ella la financiación, en el sentido del párrafo precedente, recibida del exterior por los sectores privado y públicos respectivamente. Los datos existentes (1) apuntan, sin embargo, claramente una disminución apreciable de la financiación al sector privado. En efecto, una parte creciente del superávit en cuenta corriente global, que, como hemos visto, tiende a disminuir, se debe al superávit público, que aumenta gracias al incremento de su partida más importante, las rentas de inversiones públicas; por otro lado, las entradas de capital netas al sector privado han disminuido. En conjunto, la «financiación» exterior al sector privado (2), que fue de 97,8 mil millones en 1971, había caído a 90,3 mil millones en 1972, y a 68,1 mil millones en 1973.

Se considera a continuación el detalle de los movimientos de capital a largo plazo, por el interés propio que éstos poseen. Las entradas netas de capital privado comprenden, de una parte, las inversiones de no residentes en nuestro país y los créditos concedidos a empresas españolas, deducidas las desinversiones o amortizaciones; de otra, las inversiones y créditos de residentes al resto del mundo, también netos.

El primer componente (inversiones de no residentes y créditos a España) registró un descenso, al caer de 69.000 millones de pesetas, en 1972, a 59,6 mil millones, en 1973. Este descenso se debe enteramente a un fuerte aumento de las amortizaciones de préstamos a empresas, que se duplican, rebasando los 40.000 millones de pesetas, y superando a los nuevos créditos concertados en el período, que en cualquier caso disminuyen; esa disminución debe relacionarse, sin embargo, con el aumento de los créditos internos en divisas (ver cuadro IV-31) concedidos por la banca al amparo de la circular 242 del I. E. M. E., que en cierta medida sustituyen a los créditos exteriores directos. Las restantes partidas (inversiones directa o de cartera, inversiones en inmuebles, préstamos Eximbank, créditos comerciales) muestran aumentos de consideración, exceptuando los créditos comerciales a largo plazo. Destacan en particular las inversiones extranjeras en inmuebles.

Las salidas de capital español suponen un flujo relativamente modesto (12,4 mil millones de pesetas), pero creciente. Su principal componente lo constituyen los créditos comerciales, aunque ya son de destacar las inversiones directas y los préstamos no comerciales. Los movimientos de capital público muestran, de nuevo, una pequeña salida neta, resultante de la amortización de operaciones antiguas, no compensadas con otras nuevas.

-
- (1) Limitados a las transacciones gubernamentales y rentas de inversiones públicas, en el capítulo de servicios, y a las donaciones públicas, en el de transferencias. Las importaciones realizadas directamente por el Estado de productos agrícolas, en cuanto son posteriormente vendidas al sector privado, no consumidas directamente por el sector público (a diferencia de, por ejemplo, las importaciones militares), no invalidan la argumentación del texto.
 - (2) Superávit total en cuenta corriente, menos ingresos netos del sector público por cuenta corriente, más entradas netas de capital privado a largo plazo.

III.3. La financiación del sector privado.

El desconocimiento de gran parte de los flujos de caja y financieros entre el sector privado y otros sectores, en especial el público, impiden efectuar un tratamiento adecuado de su evolución financiera global a lo largo del año. A ello debe añadirse, dado el carácter residual de gran parte de los datos financieros atribuidos al sector privado, la imposibilidad de desagregarlo entre empresas y economías domésticas. En tales condiciones hay que abandonar, por ahora, cualquier propósito de relacionar causalmente las variaciones observadas en su situación frente al sistema crediticio, o determinados aspectos parciales de la misma, con la evolución de su comportamiento económico general, especialmente su comportamiento inversor.

CUADRO IV-33

Activos y pasivos financieros del sector privado

Variaciones netas	Miles de millones de pesetas			
	1970	1971	1972	1973
ACTIVOS FINANCIEROS	334,1	495,5	659,4	863,4
Activos de renta fija	300,2	455,4	603,1	794,6
Disponibilidades líquidas	255,7	465,7	563,3	716,7
Depósitos de importadores	23,8	— 25,7	—	—
Depósitos en cooperativas	7,2	11,0	23,7	25,5
Créditos a largo plazo al extranjero	3,9	6,6	6,1	7,5
Títulos de renta fija	9,6	— 2,2	10,0	44,9
Fondos públicos	— 5,0	— 2,0	2,8	4,7
Bonos de caja	5,4	1,1	1,4	32,2
Obligaciones	9,2	— 0,7	5,8	8,0
Activos de renta variable (a)	33,9	40,1	56,3	68,8
PASIVOS	— 330,1	— 415,7	— 585,2	— 774,4
Pasivos de renta fija	— 258,4	— 343,7	— 514,5	— 694,9
Créditos del sistema crediticio	— 186,6	— 265,4	— 428,4	— 614,0
Otras cuentas del sistema crediticio	— 3,5	— 25,0	— 14,7	— 17,1
Crédito y otras cuentas de cooperativas	— 5,4	— 8,5	— 12,8	— 17,4
Créditos extranjeros a largo plazo	— 31,0	— 16,3	— 23,8	5,5
Obligaciones emitidas (b)	— 31,9	— 28,5	— 34,8	— 51,9
Acciones emitidas (b)	— 71,7	— 72,0	— 70,7	— 79,5
FINANCIACION NETA	4,0	79,8	74,2	89,0

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.
Toda la información de este cuadro se basa en la imputación al sector privado de flujos financieros resultantes de las cuentas del sistema crediticio, de otras instituciones financieras, del mercado de capitales y del sector exterior.
(a) Valores nominales. Incluye acciones emitidas por el propio sector privado.
(b) Adquiridas por el propio sector privado o por los restantes sectores, incluidas las instituciones financieras.

El cuadro IV-33, en consecuencia, se limita a resumir la información existente, ya comentada en cada caso en secciones anteriores de este Capítulo, sobre los activos y pasivos financieros del sector privado frente al sistema crediticio y frente al sector exterior, así como sobre su

emisión y absorción de valores en el mercado. El cuadro no constituye, desde luego, una columna de un cuadro de flujos de fondos; ni tampoco puede aspirar a mostrar la posición financiera neta del sector, por cuanto no recoge las relaciones financieras del sector privado con el sector público (incluida la Seguridad Social), o con algunas entidades financieras de las que no hay información suficiente (compañías de seguros, financieras). Tampoco figuran en él, obviamente, multitud de relaciones brutas intrasector (tanto entre empresas como entre éstas y las economías domésticas). El carácter residual de los datos implica, por otro lado, una acumulación de errores que puede desvirtuar seriamente los resultados (recuérdese, en este sentido, los que pueden existir en el cómputo de las emisiones de valores suscritas por el público).

Con todas esas importantes limitaciones, el cuadro muestra que en 1973 el sector privado mantiene su posición de superávit financiero total a un nivel no muy distinto al de los dos años precedentes, puesto que sus adquisiciones netas de activos financieros superan ampliamente el crecimiento de sus pasivos. Entre las primeras son de destacar la absorción de activos monetarios y, a un nivel menor, las compras de bonos de caja y acciones. Entre los pasivos, el aumento de los créditos bancarios y la cancelación de los créditos exteriores.

Ya se vio en la sección precedente que el sector privado ha sido básicamente superavitario en sus relaciones exteriores durante los tres últimos años. Ese superávit tiende a menguar en 1973, lo cual no es, desde luego, incompatible con la disminución del déficit financiero exterior en sentido estricto del sector privado, que se revela implícitamente en el cuadro IV-33, así como en el IV-32.

CAPITULO V

LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1974

Como se ha indicado en los Capítulos anteriores, la crisis del petróleo vino a alterar bruscamente las condiciones y las expectativas de la economía mundial, tanto a corto como a largo plazo, al finalizar el año 1973. Antes de la crisis, las economías industriales preveían una desaceleración de los ritmos de avance de la demanda efectiva y el nivel de actividad a lo largo de 1974, precediendo los Estados Unidos a los países europeos en este movimiento que había que atribuir, en parte, al agotamiento del intenso auge anterior y, en parte, a las medidas moderadoras adoptadas por la mayor parte de los Gobiernos a medida que avanzaba el año 1973. Se esperaba que tal clima de contenida recesión permitiera una cierta pérdida de intensidad de las tensiones inflacionistas; aunque las presiones alimentadas por las expectativas alcistas que 1974 había de recibir de su predecesor impedían esperar reducciones muy sustanciales en las alzas de precios y, menos aún, una liquidación de la etapa inflacionista que el mundo había vivido durante los dos últimos años.

La crisis del petróleo vino a empeorar sustancialmente tales expectativas, tanto por lo que se refiere a la tónica de suave recesión esperada como en relación con la desaceleración prevista en los ritmos de inflación. En el Capítulo I se ha considerado con alguna extensión el tema y no se incurrirá aquí en reiteraciones; baste señalar que, aun alejados los gravísimos e insuperables problemas que hubieran derivado de la restricción cuantitativa de la oferta de petróleo inicialmente anunciada, la fortísima elevación del precio de los crudos había de acentuar las tendencias recesivas de la economía mundial y ahuyentar la esperanza de lograr alguna reducción en los ritmos de inflación durante el año 1974. Nuevos impulsos de recesión e inflación vinieron a incidir sobre todas las economías y todas ellas hubieron de afrontar importantes reajustes de precios relativos, problemas de reestructuración de la oferta y la demanda de energía primaria, cambios en las expectativas a largo plazo de las diversas líneas industriales, importantes desequilibrios en sus cuentas exteriores y, en último término, modificaciones que afectarán apreciablemente a las formas de vida en un horizonte temporal dilatado.

1. Los efectos de la crisis del petróleo.

España se ha visto duramente afectada por la elevación de los precios de los crudos de petróleo. Este atiende casi un 58 por 100 del consumo de energía primaria del país y la contribución de la producción nacional es de poco más de un millón de toneladas, sobre un total de unos 42 millones de toneladas de crudos de petróleo consumidos. Por otra parte, las posibilidades de ahorro de petróleo a corto plazo son escasas, porque un 40 por 100 del consumo corresponde a usos industriales, el transporte por carretera es muy importante, el consumo con fines comerciales y residenciales es relativamente bajo y la elasticidad de la producción nacional

de carbón es muy modesta (véase cuadro V-1). Puede estimarse que la importación de un volumen de crudos semejante al adquirido en 1973 supondría un coste adicional cercano a los 125.000 millones de pesetas en 1974, como consecuencia de los nuevos precios. Ello implica una transferencia de recursos en torno a un 3 por 100 del P. N. B. en favor de los países productores de petróleo.

CUADRO V-1

Requerimientos de energía en los principales sectores consumidores

	España (a)	O. C. D. E. Europa (b)
Requerimientos de petróleo de cada sector, porcentaje del total de requerimientos de petróleo:		
Industria	40,5	34,3
Transporte	36,2	29,0
Residencial/Comercial	11,9	28,7
No energético	11,4	8,0
Total	100,0	100,0
Porcentaje del total de requerimientos de energía primaria en:		
Industria	53,0	44,9
Transporte	21,5	18,5
Residencial/Comercial	14,0	31,7
No energético	11,5	4,9
Total	100,0	100,0
Participación de las fuentes de energía en los requerimientos totales de energía primaria:		
Petróleo	57,5	61,5
Combustible sólido	21,0	25,8
Gas natural	1,1	8,4
Energía nuclear	2,4	1,1
Energía hidroeléctrica	18,0	3,2
Total	100,0	100,0

(a) Cifras correspondientes a 1972.
(b) Cifras correspondientes a 1971.
FUENTES: CAMPSA, O. C. D. E. y F. M. I.

Las consecuencias de este impacto para la evolución a corto plazo de la economía española revisten una gran importancia. Los objetivos establecidos para el año 1974 por la política económica anterior a la crisis, articulados sobre el crecimiento del P. N. B. en un 6,5 por 100 en términos reales, una moderación de las alzas de precios y un pequeño superávit de la balanza de pagos, habían de ser sometidos a revisión.

En el terreno de los precios, la política económica anterior a la crisis aspiraba a lograr una paulatina desaceleración de las tasas de inflación a lo largo de 1974, a través de la progresiva moderación de la demanda global y de la política de precios y rentas, ayudada por una tónica descendente de los precios de los alimentos y las materias primas en los mercados mundiales.

Se esperaba lograr una reducción del ritmo de alza de los precios en 3 ó 4 puntos porcentuales, en términos de medias anuales, y, lo que es más importante, se esperaba que el año 1974 concluiría con tasas de inflación bastante moderadas. Pero la crisis del petróleo dio al traste con tales previsiones, porque solo el impacto inicial del alza de los precios de los crudos sobre el deflactor general del P. N. B. podía ser estimado en unos tres puntos porcentuales, y a ello habría que añadir las alzas inducidas a través de las complejas interrelaciones de costes y precios a través de la economía. En estas condiciones, incluso la simple repetición de la tasa de inflación registrada en 1973 se presentaba como un objetivo de muy comprometida consecución, aunque las razones del movimiento alcista fueran en buena medida distintas en uno y otro año.

La política económica se había propuesto como objetivo de crecimiento del P. N. B. durante 1974 un 6,5 por 100 en términos reales. La economía parecía haber tocado el techo del largo auge anterior en los últimos meses de 1973 y todo hacía presagiar una desaceleración que resultaba, por otra parte, conveniente, a fin de aliviar las presiones de demanda del período precedente y moderar paulatinamente las tensiones de precios. La economía se encontraba situada, al finalizar el año 1973, a niveles muy altos de demanda y actividad, de modo que la desaceleración se iniciaría desde cotas muy elevadas; y como, por otra parte, se preveía lenta, parecía razonable aceptar que el P. N. B. en términos reales avanzaría un 6,5 por 100 durante 1974. Sin embargo, la crisis del petróleo vino a alterar tales previsiones. El elemento de incertidumbre que generaba y las amenazas que parecía tender sobre el futuro de determinadas ramas industriales podían afectar directamente a las decisiones de inversión y, por otra parte, éstas se verían debilitadas por el previsible impacto de la crisis sobre la demanda de consumo y las exportaciones. El alza de los precios de los productos petrolíferos había de ejercer un efecto de erosión sobre el crecimiento de las rentas reales disponibles para el gasto y sobre el consumo real, y la notoria inelasticidad-precio, al menos a corto plazo, de la demanda de consumo de numerosos productos petrolíferos había de traducirse en una debilitación del consumo de otros muchos productos. Al propio tiempo, las exportaciones acusarían el movimiento de recesión de la economía mundial, acentuado por la crisis.

En fin, la balanza de pagos había de mostrar un rápido viraje hacia el déficit en las nuevas circunstancias. La etapa de los fuertes superávits hubiera quedado relegada al pasado, incluso sin la crisis del petróleo, y ello había de ser recibido con satisfacción, en cuanto prueba del encauzamiento de las cuentas exteriores hacia condiciones más acordes con el nivel y posibilidades del desarrollo económico español. La reducción del excedente por cuenta corriente que se había registrado en 1973 habría persistido hasta convertirse en un moderado déficit en 1974; y aunque el habitual excedente por cuenta de capital aún hubiera permitido el logro de un superávit en la balanza de pagos global, el espectacular incremento de las reservas exteriores se habría moderado sustancialmente para desaparecer, con alta probabilidad, en 1975. Tal juego previsto de los saldos exteriores quedó, sin embargo, desbaratado por la crisis del petróleo —a la que habría que sumar, por lo demás, el efecto de las nuevas e intensas elevaciones de los precios mundiales de alimentos y materias primas en los últimos meses de

1973 y primeros de 1974—. A los nuevos precios, el coste F. O. B. de importar aproximadamente la misma cantidad de crudos de petróleo pasaría de unos 780 millones de dólares, en 1973, a unos 2.850 millones de dólares, en 1974; y si a esto se añade el efecto del alza de precios de otros alimentos y materias primas de importación, así como las consecuencias de la agravada recesión mundial para las exportaciones, la balanza de mercancías se sumiría en un déficit de tal envergadura, que resultaría imposible financiarlo con los habituales excedentes por servicios y transferencias. Súmense a esto las posibles repercusiones de la recesión mundial sobre el turismo y las transferencias y se llegará a la conclusión de que el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente tendería a pasar del excedente de 461 millones de D. E. G., registrado en 1973, a un déficit situado por encima de los 1.700 millones de D. E. G., en 1974, cifra superior al saldo neto previsible de los movimientos autónomos de capital.

2. La política compensatoria.

Tan profundas alteraciones introducidas por la crisis del petróleo en las perspectivas económicas para el año 1974 obligaban a un replanteamiento de la política económica trazada en los últimos meses de 1973. Parecía inevitable aceptar una lenta desaceleración de la economía a lo largo de 1974 y era imprescindible continuar los esfuerzos encaminados a la contención de las presiones inflacionistas, pues la interconexión de precios y costes continuaba siendo impulsada por unas expectativas alcistas muy consolidadas, respaldadas por una demanda global aún intensa. Sin embargo, la crisis del petróleo introducía nuevos impulsos alcistas en los precios y elementos acusados de recesión en el ritmo de avance real de la economía. Dada la favorable situación de la balanza de pagos española antes de la crisis y la holgura que proporcionaban las abundantes reservas exteriores, las autoridades económicas consideraron razonable distribuir en el tiempo el impacto depresivo de la crisis y desarrollar una política económica compensatoria que limitase sus efectos sobre el ritmo de crecimiento real del P. N. B. y aceptase un déficit de balanza de pagos global financiado con cargo a las reservas exteriores, complementadas con algún grado de financiación adicional buscada en los mercados exteriores. Dicha política, moderadamente expansiva, trataría, por otra parte, de limitar el efecto alcista sobre los precios inducido por el encarecimiento de los crudos de petróleo, manteniendo la política de precios y rentas introducida en 1973 y fijándose unos objetivos de prudente expansión monetaria.

Tal política compensatoria había de girar en torno a la **política fiscal**. En el momento de elaborar el presupuesto del sector público para 1974, las autoridades, que no podían prever el desarrollo de la crisis energética, diseñaron un presupuesto en el que el gasto de las administraciones públicas había de crecer a ritmos similares a los del año anterior y por encima de la tasa de crecimiento esperado en el P. N. B., en tanto que el presupuesto de la Administración Central estaba dominado por la moderación, en un intento de no añadir nuevas presiones inflacionistas, aunque se preveía la posibilidad de gastos adicionales en el caso de que el ritmo de actividad decayera en exceso. El presupuesto de las administraciones públicas programaba

un crecimiento del gasto de alrededor del 23 por 100, que se reducía a un 21 por 100, si se ponían en relación las previsiones para 1974 con la estimación del gasto realizado en 1973. Dentro de este presupuesto general, el de la Administración Central preveía un crecimiento del gasto del 16 por 100 (14 por 100, si se calculaba sobre el gasto realizado en 1973), sustancialmente similar al avance esperado en el P. N. B., en términos monetarios, durante el año.

La Administración Central preveía un avance de sus pagos corrientes en un 18 por 100 y en sus pagos de capital en un 14 por 100 durante el año. Dentro de los gastos corrientes, los gastos de personal crecerían un 18 por 100 —como consecuencia de la elevación en las remuneraciones acordadas o a punto de acordarse para los funcionarios públicos— y los de transferencias aumentarían un 20 por 100 —reflejando principalmente el incremento de la aportación del Estado a la Seguridad Social—. Dentro de los gastos de capital, los incrementos previstos eran similares —14 por 100—, tanto en las inversiones reales como en las de capital. Por otra parte, se abría la posibilidad de realizar gastos de inversión adicionales por un importe de 10.000 millones de pesetas dentro del Fondo de Acción Coyuntural, si la evolución de la economía a lo largo del año lo hiciera aconsejable.

El presupuesto de la Administración Central cubría sus pagos con los ingresos no financieros, por lo que no se preveía la apelación a emisiones de deuda pública. Los ingresos no financieros habrían de aumentar en un 18 por 100, lo cual implicaba una decisión por parte de las autoridades de intensificar suavemente la presión fiscal. Dentro de los ingresos no financieros se estimaba que los ingresos impositivos crecerían en torno a un 23 por 100, en tanto que los no impositivos disminuirían un 5 por 100, a causa de una fuerte baja de los ingresos patrimoniales producida por una caída en los dividendos y participaciones de empresas. El aumento de los ingresos impositivos se basaba especialmente en los impuestos directos, que crecían a fuerte ritmo.

Tales previsiones presupuestarias habían de verse sustancialmente modificadas por la política fiscal compensatoria articulada en respuesta a la crisis energética. Tal compensación podía buscarse por dos vías: bien aumentando el gasto público en bienes y servicios, bien mediante subvenciones y reducciones de impuestos encaminadas a paliar la erosión que sobre las rentas reales del público había de ejercer la elevación de los precios, así como los incrementos de costes que habían de producirse en el año. La primera vía ofrecía la ventaja de un efecto multiplicador más alto y rápido, pero tenía el inconveniente de actuar en un sentido peligroso para los deseos de contención del alza de los precios. La segunda vía buscaba el efecto expansivo por un camino más indirecto, pero tenía la ventaja de colaborar a la tarea de contener el alza de los precios y los costes. De hecho, la política compensatoria articulada ha sido una composición de ambas vías.

Así, por una parte, se fijaron unos precios para los productos petrolíferos que suponían la renuncia, en 1974, a los ingresos presupuestarios procedentes de la renta del monopolio de petróleos, cifrados en 26.000 millones de pesetas en el presupuesto inicial. Esto, junto a la

aplicación de las rebajas arancelarias acordadas en enero y abril —que podían suponer unos 4.000 millones de pesetas—, llevaba a una pérdida de ingresos que cabía estimar en torno a los 30.000 millones de pesetas.

Al mismo tiempo, se procedía a la instrumentación de medidas que significaban incrementos apreciables en las cifras de gasto previstas. Así, se anunciaba la puesta en marcha de la utilización del Fondo de Acción Coyuntural, que supondría cerca de 10.000 millones de pesetas adicionales de inversión pública, seleccionada en función de su rápida traducción en gasto efectivo, y se instrumentaba un crédito extraordinario por valor de unos 11.000 millones de pesetas para aumentar la aportación estatal a la Seguridad Social, a fin de cubrir el déficit de esta última, al retrasarse la aplicación de las nuevas bases de cotización desde abril a julio y elevarse las pensiones con efecto de 1 de mayo. Con ello se trataba de aplazar el efecto de la subida de las cotizaciones sobre los costes empresariales y, por tanto, sobre los precios, al tiempo que se frenaba el daño que el consumo real había de derivar de las subidas de precios que erosionaban unas rentas monetarias controladas en su crecimiento. Con el mismo fin de moderar incrementos de costes, se concedía una subvención de 1.500 millones de pesetas al sector pesquero. Por otra parte, se suplementaba el crédito para las atenciones del Fondo Nacional de Asistencia Social (destinado a pagar pensiones a los ancianos no cubiertos por el régimen de la Seguridad Social) en 3.000 millones de pesetas. Todo ello suponía un crecimiento del gasto en unos 25.500 millones de pesetas sobre lo inicialmente previsto. Y aún habrá que sumar el coste derivado de la próxima mejora de clases pasivas y elevación del sueldo base de los funcionarios públicos, que cabe estimar en unos 14.000 millones de pesetas para este año.

Las indicadas pérdidas de ingresos y los incrementos de gastos señalados llevarían, en principio, a un déficit presupuestario del orden de los 70.000 millones de pesetas. Sin embargo, rendimientos superiores a los presupuestados en una amplia gama de impuestos —como consecuencia de las elevaciones de precios y rentas monetarias— permitirán reducir el saldo negativo presupuestario a unos 20.000-25.000 millones en el año. En cualquier caso, las medidas fiscales compensatorias han transformado el presupuesto inicialmente neutral en un presupuesto de signo expansivo. Por otra parte, la política compensatoria se ha expresado, al margen del presupuesto, en importantes operaciones encaminadas a intervenir y subvencionar una serie de productos (harina de soja, maíz, azúcar, aceite de oliva, trigo, etc.), con el fin de contener los precios, y cuyo coste cabe estimar en casi 25.000 millones de pesetas. Es importante subrayar que los efectos monetarios expansivos de estos déficits públicos quedan sustancialmente compensados por el déficit previsto en la balanza de pagos y constituyen simplemente un cauce que facilita el avance de los activos líquidos del sistema bancario en la medida requerida para hacer posibles los moderados objetivos propuestos a la política monetaria.

El efecto compensador de la política así diseñada puede estimarse en unos dos puntos porcentuales del P. N. B. y, en estas condiciones, el objetivo de crecimiento del P. N. B. en términos reales quedaba situado en torno a un 5,5 por 100 para 1974, ritmo inferior al previsto antes de

la crisis energética, pero apreciablemente más elevado que el que se hubiera alcanzado, tras la crisis, en ausencia de medidas compensatorias. Se aceptaba que el consumo real, erosionado por el alza de los precios, crecería algo menos que el P. N. B. en términos reales, pero se esperaba el mantenimiento promedio de un ritmo aceptable de inversión.

Tales objetivos de crecimiento real implicaban la aceptación de un voluminoso déficit en la **balanza de pagos** por cuenta corriente, que tampoco se pretendía reducir mediante un reforzamiento del proteccionismo comercial o a través de una depreciación competitiva de la peseta. Antes al contrario, las autoridades económicas, dispuestas a utilizar el amplio margen que ofrecían las voluminosas reservas internacionales del país, decidieron buscar en el sector exterior alguna contribución a la estabilidad interna. Y así, se mostraron dispuestas, el 18 de enero, a adoptar una suspensión por tres meses de una amplia gama de derechos arancelarios a la importación en un 5 por 100, que fue sustituida por una suspensión de derechos arancelarios por tres meses en un 10 por 100, el 5 de abril. Y, en la misma línea, la decisión, el 22 de enero, de desligar la peseta de las amplias fluctuaciones del dólar —que habían llevado a la divisa española a una clara sobrevaluación en los últimos meses de 1973 y los primeros días del año actual— no fue seguida de una política encaminada a provocar una devaluación competitiva de la peseta; por el contrario, las intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios mantuvieron la cotización de la peseta, a través de las fluctuaciones de las distintas monedas, a un tipo de cambio medio efectivo no inferior a su nivel medio a lo largo de 1973, aceptando la consiguiente pérdida de reservas exteriores.

Con los objetivos de crecimiento indicados y la política seguida en el sector exterior, cabía estimar que el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente arrojaría en 1974 un déficit situado en torno a los 125.000 millones de pesetas, es decir, unos 1.785 millones de D. E. G. y unos 2.155 millones de dólares, cifras que hay que comparar con el excedente corriente registrado en 1973 de 32.300 millones de pesetas, 461 millones de D. E. G. o 557 millones de dólares. Tal resultado correspondía a una previsión de crecimiento de las importaciones de mercancías en torno a un 46 por 100 en términos de valor, y de un avance del valor de las exportaciones en un 25 por 100, situándose así el crédito de la balanza de mercancías en 366.000 millones de pesetas o 5.230 millones de D. E. G., frente al déficit de 205.700 millones de pesetas o 2.938 millones de D. E. G. registrado en 1973. Más de 120.000 millones de pesetas de este incremento del déficit habría que atribuirlo al incremento de los pagos del petróleo. Los servicios, por su parte, arrojarían un superávit de 153.000 millones de pesetas (2.185 millones de D. E. G.), frente al excedente de 156.300 millones de pesetas (2.232 millones de D. E. G.) alcanzado en 1973, puesto que los efectos de la crisis del petróleo sobre las corrientes turísticas reales se preveían apreciables, haciendo que, en las estimaciones, los ingresos por dicho concepto solo avanzaran en un 5 por 100 respecto del año anterior. Por la misma causa, se preveía que los ingresos por transferencias corrientes solo aumentarían un 8 por 100 en 1974, proporcionando un superávit de 88.000 millones de pesetas (1.257 millones de D. E. G.) por este concepto. En su conjunto, la balanza de pagos española por cuenta corriente pasaba de una confortable posición excedentaria en 1973 a un acusado déficit en 1974, ampliamente superior a los ingresos

netos por movimientos autónomos de capital que cabía esperar para el año. Ello había de suponer, naturalmente, la aceptación de una apreciable pérdida de las abundantes reservas exteriores del país; si bien las autoridades estimaron conveniente limitar en el tiempo el ritmo de tal proceso mediante la apelación a la financiación exterior a través de un conjunto de empresas públicas o semipúblicas (I. N. I., RENFE, Telefónica). De este modo, cabía esperar que la pérdida de reservas a lo largo de 1974 se situara en una cifra que podía estimarse en torno a los 700 ó 800 millones de dólares.

Finalmente, la **política monetaria** había de fijarse unos objetivos coherentes con los perseguidos por el resto de la política económica. Por las razones ya indicadas en el Capítulo III de este Informe, dichos objetivos se establecieron en términos de tasas de crecimiento de las disponibilidades líquidas del público, en cuanto magnitud especialmente relevante para las decisiones de gastos del sector privado. Dados el ritmo previsto de crecimiento del P. N. B. en términos reales en el año y la consideración de que una tasa interanual de avance del deflactor general de precios cercana al 12 por 100 podía ser tratada como un objetivo razonable que las perspectivas a más largo plazo de la economía aconsejaban no superar, la tasa-objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas en el año se fijó entre los límites de un 18 y un 20 por 100. Como el crecimiento real de la economía y los impulsos alcistas de los precios serían más intensos en la primera parte del año que en la segunda, el objetivo anual indicado resultaba compatible con una tasa algo mayor en el primer semestre, que dejaría paso a una tasa menor en la segunda parte del año. Adviértase que el objetivo propuesto a la política monetaria aspiraba a ejercer un efecto neto de contención sobre los precios y no se limitaba a satisfacer pasivamente la demanda de liquidez del sector privado derivada de cualquier ritmo de inflación.

Como se ha expuesto en el Capítulo III, las autoridades han de perseguir el logro de un determinado objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas actuando indirectamente sobre los «activos netos del sistema bancario», de modo que la suma del incremento de éstos y del incremento de los «activos netos del Banco de España» —determinado básicamente por los superávits o déficits de la balanza de pagos y del sector público— conduzca a la tasa deseada de crecimiento de las disponibilidades líquidas. Esto significa —como ya se indicó en el Capítulo mencionado— que la fijación de un objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas no es compatible con el establecimiento de un objetivo de crecimiento de los «activos netos del sistema bancario» con independencia de la evolución de los «activos netos del Banco de España». En efecto, una tasa dada de crecimiento de las disponibilidades líquidas se alcanzará con tasas de expansión de los «activos netos del sistema bancario» tanto más elevadas cuanto menor sea la simultánea expansión de los «activos netos del Banco de España». Pues bien, dadas las previsiones de déficit en la balanza de pagos y en el sector público, que tendían a compensarse en buena medida a efectos de la evolución de los «activos netos del Banco de España» durante el año, la tasa de crecimiento del crédito bancario coherente con la tasa de expansión deseada para las disponibilidades líquidas se situaba en torno al 23 ó el 25 por 100 para el año. Obsérvese, sin embargo, que, por las razones señaladas, esta tasa de crecimiento

del crédito había de entenderse no como un objetivo, sino como una referencia intermedia susceptible de frecuentes modificaciones, atendiendo a la simultánea evolución de los sectores exterior y público. En cualquier caso, el previsible juego temporal de los saldos de la balanza de pagos y del sector público implicaba la aceptación de un ritmo de crecimiento del crédito bancario superior en la primera parte del año al de la segunda.

Para conseguir que el crédito bancario se desplegara a lo largo del año de un modo compatible con el objetivo fijado en términos de tasas de crecimiento de las disponibilidades líquidas, dada la evolución previsible del sector público y del sector exterior, las autoridades habían de regular la evolución temporal de los activos líquidos del sistema bancario o, más exactamente, del exceso de esos activos líquidos sobre la parte de los mismos retenida por los coeficientes legales de caja y otros depósitos obligatorios. Dados los incrementos previsibles de las tenencias de efectivo en manos del público y los resultados esperados en los saldos de la balanza de pagos y del sector público, era obvio que las autoridades sólo lograrían el ritmo de avance deseado de las disponibilidades líquidas, si estaban dispuestas a contribuir a la creación de activos líquidos a lo largo del año, a través de créditos del Banco de España a la banca, en la cuantía adecuada, o si operaban una reducción de la liquidez retenida por los coeficientes legales. De hecho, se siguieron ambos caminos, como enseguida se verá.

En el Capítulo III de este Informe se ha señalado ya que, tras la presión ejercida sobre la liquidez bancaria desde las últimas semanas de octubre de 1973, las autoridades, considerando que ya se había logrado la desaceleración monetaria que perseguían, pasaron, en el mes de diciembre, a una actitud más expansiva, expresada en una redefinición del coeficiente de caja que implicaba un ligero descenso del mismo y en la transitoria reducción del coeficiente encaminada a aliviar las tensiones de liquidez de fin de año determinadas por las retiradas estacionales de efectivo por el público.

El retorno de dicho efectivo hacia la banca mejoró la situación de liquidez de ésta durante el mes de enero, a pesar de que el coeficiente legal de caja volvió a situarse en su nivel inicial tras la transitoria reducción señalada. Pero las autoridades, una vez definidos los objetivos monetarios para 1974, decidieron disipar la incertidumbre que sobre una provisión adecuada de liquidez durante el año pudiera albergar la banca en vista de la restricción operada en los meses pasados y de las previsiones de importante drenaje de activos líquidos, como consecuencia del déficit de la balanza de pagos. Y así, el Banco de España procedió a ampliar las líneas de redescuento ordinario en 5.118 millones de pesetas el 29 de enero, en 5.115 millones el 25 de febrero y, en fin, en 5.666 y 5.666 millones los días 12 y 28 de marzo, respectivamente. Debe señalarse que una parte de esas inyecciones de liquidez tenía por objeto compensar el drenaje de activos líquidos derivado del nuevo sistema de exigencia del coeficiente de inversión, con efectividad desde el 15 de marzo, que supuso depósitos de la banca en la Caja General de Depósitos por un importe de 6.711 millones de pesetas, en marzo, y de 4.887 millones adicionales, en abril (1). Por otra parte, al comenzar el mes de marzo entró en vigor el nuevo

(1) Véase, sobre esta medida, el Capítulo III, epígrafe 8.

sistema de cómputo del coeficiente legal de caja, cuya mayor flexibilidad implicaba una reducción efectiva del mismo de difícil cuantificación (1). De este modo, la banca se encontró, en los primeros meses de 1974, en una situación confortable de liquidez.

3. La evolución de la economía en el primer cuatrimestre de 1974.

La superposición de la crisis energética al excepcional período inflacionista de los últimos años ha creado una situación incierta y de dudosa interpretación en el panorama económico mundial. La compleja interacción de elementos de inercia heredados del pasado, nuevos impulsos y alteraciones bruscas de expectativas, capaces de afectar al nivel de demanda o de desplazarla apreciablemente en el tiempo, hacen de los primeros meses de 1974 un período de diagnóstico económico particularmente difícil.

Lo primero que hay que destacar en relación con la evolución de la economía española durante los primeros meses del año actual es el mantenimiento de ritmos de aumento en la actividad productiva similares a los registrados en el último trimestre de 1973. El índice de producción industrial ha mostrado, en el primer trimestre de 1974, y a causa de la coincidencia de un descenso del índice en diciembre y de un fuerte aumento del mismo en enero, no solo un ritmo firme de avance, sino incluso una aceleración respecto del trimestre anterior, situándose la tasa de crecimiento anual en el período, en base a ritmos intertrimestrales sobre cifras desestacionalizadas, en un 25,5 por 100, tasa que desciende a un 14,3 por 100 al tomarse el trimestre febrero-marzo-abril sobre los tres meses precedentes. Esta tasa, aunque pudiera indicar una

CUADRO V-2

Indices de producción industrial y de edificación y construcción

	1973			1974	
	II	III	IV	I	Febrero-marzo-abril
Indice de producción industrial	321,2	330,8	341,9	361,9	361,2
Tasa intertrimestral (a)	8,9	12,5	14,1	25,5	14,3
Tasa interanual (b)	14,6	15,7	13,4	15,1	14,9
Indice edificación y construcción	277,6	284,5	285,5	295,1	287,5
Tasa intertrimestral (a)	21,0	10,3	1,4	14,1	— 7,8
Tasa interanual (b)	21,1	23,3	13,8	11,5	7,1

(a) Trimestre sobre trimestre anterior elevado a tasa anual.
(b) Media de cada trimestre, dividida por la de igual período del año anterior.

(1) Véase, sobre esta medida, el Capítulo III, epígrafe 8.

cierta desaceleración en el conjunto de los tres últimos meses citados, es superior a la registrada en los dos últimos trimestres de 1973. El conjunto de meses comprendidos entre enero y abril presenta un crecimiento del 15 por 100 sobre igual período de 1973, avance similar al que registró el conjunto de 1973 sobre el año anterior. (Véase cuadro V-2.)

El índice de edificación y construcción también señala, por su parte, en el primer trimestre, una tasa anual de avance elevada, 14,1 por 100, superior a las registradas en el tercero y cuarto trimestres de 1973. La tasa intertrimestral pasa a ser negativa, si se toman los meses de febrero-marzo-abril, lo cual se debe a las disminuciones experimentadas por el índice en los meses de febrero y marzo, puesto que en abril el índice ha mostrado una fuerte recuperación. En el período enero-abril, el índice de edificación y construcción creció un 10,3 por 100 sobre el índice medio de igual período del año precedente, lo cual, si se compara con el 15 por 100 del índice de producción industrial, refleja un cierto retroceso de la construcción con relación al conjunto de la actividad productiva total. (Véase cuadro V-2.) Si consideramos estos sectores como especialmente relevantes para la determinación del nivel global de actividad a corto plazo, habrá que concluir que la economía ha continuado viviendo en gran parte, en los primeros meses de 1974, el clima de expansión productiva característico de los dos años anteriores. La industria se ha mantenido, por tanto, en su conjunto, a muy elevados niveles de utilización de la capacidad productiva —afirmación que requiere, sin embargo, alguna reserva respecto de la industria de consumo— y el mercado de trabajo ha continuado en una situación correspondiente al pleno empleo de la mano de obra disponible. Dentro de esta tónica, el paro estimado (desestacionalizado) ha detenido su descenso —en el primer trimestre suponía un 1,13 por 100 de la población activa— y ha iniciado una suave elevación, cuya significación es aún escasa —en mayo, la cifra desestacionalizada del paro estimado total ascendió al 1,24 por 100 de la población activa—, y que tal vez pueda explicarse en conexión con la importante reducción, estimada en casi un 40 por 100, del ritmo de emigración neta, reflejo de la falta de absorción de los mercados de trabajo europeos. Finalmente, el vivo ritmo de actividad interior se ha traducido en fuertes incrementos de las importaciones, que si bien son, en alta medida, simples incrementos de valor debidos a la elevación de los precios de los crudos y de otros alimentos y materias primas, también encierran avances importantes en los ritmos de compras en términos reales de alimentos, materias primas y bienes de equipo.

El panorama de notable expansión de la actividad productiva durante los primeros meses de 1974, que todos los indicadores y estadísticas disponibles concuerdan en señalar, no solo supone una desviación, por su ímpetu, respecto de las previsiones generalmente mantenidas a principios de año, sino que contrasta con la tónica de paulatino empeoramiento de las expectativas, persistentemente reflejada en las encuestas empresariales. En efecto, las encuestas de Coyuntura Industrial —véase gráfico II-7 y II-11— muestran, desde los últimos meses de 1973, un claro deterioro en las opiniones empresariales respecto de la cartera de pedidos y las previsiones sobre producción y acusan una paulatina elevación del nivel de existencias. El proceso no se presenta, desde luego, como uniforme para los diversos sectores industriales. Las industrias de bienes intermedios y de bienes de inversión registran un descenso suave de las carteras

de pedidos y de las expectativas de producción, manteniéndose aún, unas y otras, a niveles elevados; y las existencias en dichos sectores industriales crecen con gran moderación y aún están situadas por debajo del nivel considerado como normal. Las industrias de bienes de consumo muestran, por su parte, un empeoramiento más rápido y acusado en las carteras de pedidos y las expectativas sobre producción y un incremento más fuerte de las existencias; y aunque los niveles en que se mueven estos indicadores cualitativos son aún satisfactorios en su conjunto, son bastante menos favorables que en los sectores de bienes intermedios y de inversión. Esta distinta tónica en la situación y perspectivas de los diversos sectores industriales se refleja también en la evolución del grado de utilización de la capacidad productiva —véase gráfico II-9—, que ha venido descendiendo en las industrias de consumo durante los últimos meses mientras se mantenía aproximadamente estable y a un nivel más alto en el sector de bienes de inversión. Descendiendo, en fin, a un mayor detalle, se observa que el debilitamiento en la cartera de pedidos del sector de consumo durante los primeros meses del año actual es especialmente intenso en el subsector de bienes de consumo duradero y de transporte, tras su espectacular mejora en la segunda parte de 1973, y, de otro lado, se advierte un acusado debilitamiento en la cartera de pedidos extranjeros del conjunto de la industria, también aquí algo más intenso y a más bajos niveles en el sector de consumo. Para completar este examen de la evolución de las opiniones empresariales, señalaremos que, en el sector de la construcción, dichas opiniones indican una pérdida de vigor en el ritmo de obra realizada y un debilitamiento muy intenso de la obra contratada desde los últimos meses de 1973.

Este esquema de opiniones empresariales permite esbozar un cuadro caracterizado por una demanda efectiva en lento y paulatino proceso de desaceleración, pero que, partiendo de la elevada presión alcanzada en el auge anterior, conserva aún intensidad e inercia bastantes para suscitar altos ritmos de actividad productiva durante algún tiempo. Dentro de esa tendencia básica, la demanda de inversión en capital productivo fijo ha mantenido su pujanza durante los primeros meses de 1974, probablemente porque ese elemento de inercia antes señalado es especialmente relevante en este componente de la demanda, donde hay grandes planes de inversión en marcha y donde, tras un largo período de auge con intensas presiones sobre el techo de la capacidad productiva, los pedidos acumulados y aún no satisfechos pueden mantener la actividad del sector de inversión a elevado nivel durante bastante tiempo. Igualmente importante es el elemento de inercia en el sector de la construcción, cuyo aún alto nivel de actividad parece estar basado en mucha mayor medida en obra heredada del pasado que en nuevas contrataciones. La demanda de consumo acusa un cierto debilitamiento que, siendo menores los factores de inercia, se refleja en la actividad productiva con menor retraso. En efecto, aunque las rentas monetarias han avanzado con rapidez, la demanda de consumo en términos reales ha debido verse apreciablemente afectada por la erosión impuesta por las alzas de precios al poder adquisitivo de las rentas monetarias. En el caso de los bienes de consumo duradero y de transporte, la debilitación de la demanda observada en los últimos meses debe de tener parcialmente su causa en el adelantamiento de la demanda que se registró en los últimos meses de 1973, ante una perspectiva cierta de alzas de precios al iniciarse el año actual. A ello hay que sumar, sin duda, en el caso del automóvil, el efecto del encareci-

miento de la gasolina. Las exportaciones, en fin, han mostrado en su componente industrial, durante los primeros meses del año, ritmos de avance satisfactorios, aunque la debilitación de la cartera de pedidos extranjeros pueda suscitar preocupaciones para el futuro.

Este esbozo de la dispar tónica de los diversos componentes de la demanda parece confirmado por los restantes indicadores disponibles. Los índices de producción muestran una mayor pulsación en los subsectores cercanos a la inversión que en los orientados al consumo; los consumos de acero, energía eléctrica y cemento registran tasas de avance sustanciales y el índice de inversión en bienes de equipo acusa ritmos de crecimiento elevados.

Es dudoso, sin embargo, que la fortaleza del nivel de producción, el fuerte ritmo de crecimiento de las importaciones y la intensa demanda de crédito durante los primeros meses de 1974 puedan explicarse adecuadamente sin atender a un último componente de la demanda de especial relevancia en los movimientos a corto plazo: la acumulación de existencias. La crisis energética y las nuevas elevaciones en los precios de numerosas materias primas, en un clima de escasez en los mercados mundiales, han exacerbado las expectativas inflacionistas de cara al año 1974 y han debido de inducir a las empresas a acumular existencias en un proceso de desplazamiento de dinero a bienes tanto de producción nacional como de importación —con el aliciente adicional, en este último caso, de las suspensiones transitorias y parciales de derechos arancelarios que antes se han indicado—. Es inútil tratar de precisar la intensidad de este fenómeno con la información disponible; pero ello no disminuye su potencial importancia. Adviértase que tal proceso implica un adelantamiento temporal de la demanda y es, por su propia naturaleza, pasajero; por consiguiente, si el fenómeno ha sido importante durante los primeros meses de 1974, como muchas informaciones dispersas tienden a sugerir, el mantenimiento de un alto nivel de la actividad productiva y de las importaciones contiene un elemento transitorio, cuya desaparición en el próximo futuro conducirá a una evolución de la producción más acorde con las tendencias básicas de la demanda efectiva y a una desaceleración en las tasas de avance de las importaciones.

La presión soportada por la **balanza de pagos** durante los primeros meses del año ha sido muy intensa. Las importaciones de mercancías han acelerado muy rápidamente su tasa anual de crecimiento hasta abril, mes en el que el valor (desestacionalizado) de las importaciones (C. I. F., aduanas) alcanzó la cifra «record» de 79.138 millones de pesetas, que hay que comparar con la cifra media situada en torno a los 51.000 millones de pesetas, registrada en el período agosto-noviembre de 1973. El valor de las importaciones en el primer cuatrimestre del año fue un 58 por 100 superior al de análogo período de 1973 (incremento absoluto de unos 98.000 millones de pesetas).

Este incremento del valor de las importaciones hay que atribuirlo, en buena medida, al encarecimiento de los crudos de petróleo, cuyas compras han avanzado en enero-abril de 1974 un 11 por 100 en términos físicos respecto de análogo período de 1973, en tanto que su valor aumentaba en un 216 por 100 entre ambos períodos, con un aumento absoluto de más de 36.000 mi-

lones de pesetas. Sin embargo, las elevaciones de precios de otros numerosos productos alimenticios y materias primas han contribuido también, en cuantía sustancial, a la aceleración en valor de las importaciones. Excluido el petróleo, las restantes importaciones han crecido en valor (C. I. F., aduanas) un 40 por 100 entre los primeros cuatrimestres de 1973 y 1974; y de ese crecimiento, puede estimarse que casi un 22 por 100 corresponde a elevaciones de precios. Con todo, también el avance de las importaciones en términos reales (excluido el petróleo) ha sido importante, situándose cerca de un 15 por 100 en el primer cuatrimestre, respecto del mismo período del año anterior, y con tendencia a acelerarse en marzo y abril. Han sido importantes los incrementos reales en las compras de productos agrícolas (maíz, semillas oleaginosas, leche, pescado, tabaco y algodón; aunque ha descendido sustancialmente la importación de carne), materias primas y productos intermedios (madera, caucho, productos químicos, cobre), maquinaria y material de transporte —que, tras una ligera desaceleración, han incrementado sus ritmos desde marzo de acuerdo con la animación general de la actividad inversora—.

CUADRO V-3

Tasas de variación de las importaciones

(Variaciones obtenidas a partir de medias trimestrales y elevadas a tasa anual)

	Variación de valor	Variación de precios	Variación en términos reales
Importaciones totales:			
1973, IV	54,9	54,7	— 0,3
1974, I	111,9	59,3	33,0
Importaciones totales, excluido petróleo:			
1973, IV	51,9	43,7	5,7
1974, I	69,8	19,1	43,0
Importaciones de alimentos:			
1973, IV	40,2	26,0	11,4
1974, I	— 30,0	— 60,7	78,3
Importaciones de productos sin elaborar:			
1973, IV	95,9	39,9	40,2
1974, I	276,7	60,1	135,4
Importaciones de bienes intermedios:			
1973, IV	26,5	10,0	15,1
1974, I	144,0	58,5	53,6
Importaciones de bienes de capital:			
1973, IV	43,8	12,2	28,0
1974, I	39,4	9,4	27,4
Importaciones de bienes de consumo:			
1973, IV	106,2	22,6	68,0
1974, I	— 4,2	— 2,9	— 1,4
Importaciones de energía, combustibles y lubricantes:			
1973, IV	70,9	137,7	— 28,0
1974, I	650,0	811,7	— 17,7

Las comparaciones de las cifras de un período con las del mismo período del año anterior tienen, sin embargo, serias limitaciones cuando se trata de analizar los movimientos de aceleración o desaceleración registrados en meses recientes —que son los movimientos que tienen un verdadero significado coyuntural—. Para este tipo de análisis tienen mucho más sentido las tasas de variación obtenidas a partir de medias intertrimestrales. Por ello, en el cuadro V-3 se reproducen las tasas de variación, en términos de tasas anuales, obtenidas por el Servicio de Estudios del Banco de España en base a medias intertrimestrales y referidas a las importaciones en el último trimestre de 1973 y el primero de 1974.

Dicho cuadro permite observar que si bien el aumento de los precios (excluido el petróleo) ha registrado un ritmo vivo en el primer trimestre de 1974 —con una intensa aceleración en los precios de las materias primas y los bienes intermedios—, el ritmo de crecimiento real de las importaciones (excluido el petróleo) ha mostrado una aceleración muy fuerte, centrada en los alimentos, las materias primas y los bienes intermedios. Se expresa así, a través de las importaciones, el intenso proceso de constitución de existencias que, como se indicó antes, ha caracterizado a los primeros meses de 1974. Al propio tiempo se observa el mantenimiento de las fuertes tasas de incremento de las importaciones de bienes de equipo, heredadas de 1973. Las tendencias apuntadas se mantienen en abril, si bien en este mes se registró un fuerte aumento en las cantidades importadas de petróleo.

Las exportaciones de mercancías han registrado en los primeros meses del año una tónica satisfactoria, si bien el avance ha de atribuirse a las exportaciones no agrícolas, pues las agrícolas se han mantenido en una situación de estancamiento. En el primer cuatrimestre, el valor (F. O. B., aduanas) de las ventas al exterior ha presentado un avance del 29,8 por 100 respecto del mismo período del año anterior, correspondiendo a las exportaciones agrícolas una tasa del 6 por 100, a las de productos minerales, un ritmo del 56,9 por 100, y a los restantes productos no agrícolas, una tasa cercana al 40 por 100. Las limitaciones oficiales a la exportación de aceite, los efectos de los fuertes temporales sobre las entregas de tomates y la mediocre campaña de exportación de agrios (descenso de las ventas en 279.180 toneladas —aproximadamente, un 15 por 100— hasta mediados de mayo, respecto de análogo período del año anterior) explican, en buena medida, el estancamiento de las ventas al exterior de productos agrícolas. Por el contrario, las exportaciones de productos químicos y plásticos, maquinaria y material de transporte han registrado crecimientos superiores a la tasa media del total de las exportaciones, siendo más moderado el avance de las manufacturas de consumo. Las elevaciones de precios hacen, naturalmente, que las tasas de crecimiento real sean muy inferiores a los ritmos de aumento de las ventas en valor. Esto es especialmente cierto en el caso de las ventas de productos minerales, constituidos básicamente por derivados del petróleo: en los primeros cuatro meses de 1973 se exportaron 2,1 millones de toneladas de dichos productos, por un valor de 4.000 millones de pesetas; en el mismo período del año actual, unas ventas de 1,3 millones de toneladas (muy concentradas en abril) han proporcionado 7.400 millones de pesetas.

En conjunto, el saldo de los movimientos de mercancías con el exterior durante el período enero-abril de 1974 arroja, según las cifras de la Dirección General de Aduanas, un déficit de 141.509 millones de pesetas, superior en unos 68.700 millones al registrado en el mismo período de 1973. El valor de las importaciones y las exportaciones fue, respectivamente, de 267.475 y 125.966 millones de pesetas en el cuatrimestre de referencia, frente a 169.756 y 97.031 millones de pesetas en el mismo período del año anterior.

En términos de balanza de caja, el renglón de mercancías ha arrojado en enero-abril de 1974 un déficit de 123.000 millones de pesetas, que cabe comparar con el de 50,6 registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos por exportaciones han avanzado un 26 por 100, pero los pagos han crecido un 65 por 100 entre ambos períodos. Los servicios han mostrado, en el mismo período de 1974, un excedente de 44,6 miles de millones de pesetas, frente al saldo

CUADRO V-4

Balanza de caja (Saldos)

Miles de millones de pesetas

	Enero-Abril de 1973	Enero-Abril de 1974
1. Mercancías y oro no monetario	— 50,6	— 123,0
2. Servicios	40,7	44,6
3. Bienes y servicios (1 + 2)	— 9,9	— 78,4
4. Transferencias	20,2	15,9
5. Balanza por cuenta corriente (3 + 4)	10,3	— 62,5
6. Capital privado a largo plazo	22,2	18,3
7. Capital público a largo plazo	— 1,0	2,0
8. Capital a largo plazo (6 + 7)	21,2	20,3
9. Balanza básica (5 + 8)	31,5	— 42,2

positivo de 40,7 miles de millones alcanzado en el primer cuatrimestre del pasado año. Los ingresos por turismo, partida dominante de los servicios en la generación de entradas de divisas, solo han avanzado un 3 por 100 entre ambos cuatrimestres. Las transferencias corrientes, en fin, han arrojado un superávit de 15,9 miles de millones de pesetas en los cuatro primeros meses del año actual, frente al excedente de 20,2 alcanzado en el mismo período de 1973. En su conjunto, la fuerte acentuación del déficit por mercancías, la desaceleración del turismo y el retroceso (20 por 100) en los ingresos brutos por transferencias —fenómenos, estos dos últimos, ligados a la tónica recesiva mundial (1)— han determinado un déficit de caja en la balanza por cuenta corriente de 62,5 miles de millones de pesetas en los cuatro primeros meses de 1974,

(1) En el caso de las remesas de emigrantes han debido de influir también en los resultados las incertidumbres cambiarias.

que hay que comparar con el superávit de 10,3 miles de millones de pesetas obtenido en el mismo período de 1973.

Simultáneamente, el saldo neto de caja correspondiente a los movimientos de capital a largo plazo se ha mantenido estable, aproximadamente, pasando de un excedente de 21,2 miles de millones de pesetas, en el primer cuatrimestre de 1973, a uno de 20,3, en el mismo período de 1974. Los ingresos por capital a largo plazo han avanzado en el período casi un 9 por 100, pero los pagos por el mismo concepto se han incrementado en un 17 por 100. En resumen, aplicando impropriamente el concepto de balanza básica a los renglones examinados de la balanza de caja, cabe decir que ha registrado un déficit de 42,2 miles de millones de pesetas en el primer cuatrimestre de 1974, frente al superávit de 31,5 obtenido en el mismo período del año anterior. Esta es la causa de la pérdida de reservas exteriores por un importe de 498,3 millones de dólares en el primer cuatrimestre del año 1974, poniendo término definitivo al largo período de acumulación precedente. La esperada evolución descendente de los precios internacionales de las materias primas en los próximos meses, que parece haberse iniciado en abril y mayo, la previsible desaceleración del nivel de actividad interior y la superación del proceso de acumulación de existencias, a que antes se ha hecho referencia, permitirán una evolución de la balanza de pagos en el resto del año previsiblemente más tranquila que en los primeros meses transcurridos.

La aceleración del **proceso de alza de precios**, heredado del pasado, como consecuencia de la crisis energética, había de mostrar su máxima intensidad durante los primeros meses de 1974 en todos los países. El cuadro V-5 da buena idea de esa aceleración en el primer trimestre del año y del nivel en que están situadas las tasas de inflación en un buen número de

CUADRO V-5

La aceleración de las alzas de precios (a)

	1973		1974
	Segundo trimestre	Cuarto trimestre	Primer trimestre
Canadá	7,4	9,1	9,7
Estados Unidos	5,4	8,5	9,9
Japón	10,9	15,0	22,0
Francia	7,0	8,5	11,5
Alemania	7,2	7,3	7,4
Italia	11,0	11,6	14,5
Gran Bretaña	9,4	10,3	12,9
España	10,9	14,0	14,7

(a) Tasas de incremento en los precios al consumo en los trimestres indicados, sobre los mismos períodos del año anterior.

países; aunque las dificultades ajenas pueden ofrecer escaso consuelo respecto de los problemas propios, tal cuadro ofrece, al menos, un marco general al tema de la evolución de las alzas de precios en los meses pasados, en España.

Las medidas anti-inflacionistas adoptadas en el otoño de 1973 tuvieron algún efecto moderador sobre la tasa de inflación medida a través del índice del coste de la vida. En términos de tasas anuales basadas en comparaciones intertrimestrales sobre cifras desestacionalizadas, la tasa de avance del índice del coste de la vida pasó del 16,6 y el 17,5 por 100, en el segundo y el tercer trimestre de 1973, al 12,8 por 100, en el último trimestre del pasado año, y al 12,1 por 100, en el primer trimestre del año actual. El cuadro V-6-a permite advertir, sin embargo, que tal desaceleración corrió a cargo, principalmente, del componente de alimentación, que era, por otra parte, el que había reflejado tensiones inflacionistas más fuertes a lo largo de 1973, en tanto que los componentes no alimenticios (excepción hecha de «gastos diversos») mostraban incluso una aceleración en los últimos meses del pasado año. Esta aceleración se expresó aún con mayor fuerza en la simultánea evolución de los precios industriales en el índice de precios al por mayor, cuyo componente alimenticio apenas registró, por lo demás, desaceleración alguna.

Sobre esta situación inflacionista, alimentada por una demanda interior aún intensa, elevaciones de costes, expectativas alcistas muy consolidadas y continuos incrementos de los precios de importación, vino a percutir el grueso de la incidencia del encarecimiento del petróleo en los

CUADRO V-6-a

Evolución de los precios: Tasas intertrimestrales (a)

Indices desestacionalizados

	1973			1974		
	II	III	IV	I	Febrero, marzo, abril	Marzo, abril, mayo
Indice general del coste de la vida	16,6	17,5	12,8	12,1	17,0	21,4
Alimentación	21,8	21,3	13,1	4,7	10,9	14,4
Vestido y calzado	16,7	15,7	23,8	17,4	17,2	19,9
Vivienda	13,1	9,6	15,0	14,6	13,7	12,9
Gastos de casa	7,8	13,7	14,6	24,7	33,6	43,4
Gastos diversos	11,0	14,1	5,8	16,6	24,7	32,6
Precios al por mayor:						
Industriales	9,6	7,7	33,4	34,2	38,7	43,7
Agrícolas	23,7	19,4	18,2	20,1	10,4	1,3

(a) Tasas de crecimiento intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

meses de marzo y abril. El índice del coste de la vida entró así en un nuevo movimiento de aceleración, que situó su tasa anual de crecimiento, basada en comparaciones intertrimestrales sobre cifras desestacionalizadas, en un 17 por 100, en el período febrero-marzo-abril, y en un 21,4 por 100, en marzo-abril-mayo (véase cuadro V-6-a): los componentes de gastos de casa y gastos diversos fueron los más afectados por el impacto alcista directo, aunque todos los componentes no alimenticios registraron muy altos ritmos de crecimiento —como los registraban los productos industriales en el índice de precios al por mayor—, y los precios de la alimentación, por su parte, tras un período de desaceleración de sus tasas de crecimiento, entraron otra vez en una fase alcista en abril, reflejo de las importantes elevaciones acordadas en numerosos precios agrarios al principio del año. En el trimestre marzo-abril-mayo, el índice general del coste de la vida se situaba un 16,2 por 100 sobre su nivel en el mismo período del año anterior (véase cuadro V-6-b).

CUADRO V-6-b

Evolución de los precios: Tasas interanuales (a)

COSTE DE LA VIDA	1973			1974		
	II	III	IV	I	Febrero, marzo, abril	Marzo, abril, mayo
Índice general	10,9	12,4	14,0	14,7	15,6	16,2
Alimentación	12,6	14,0	16,0	15,0	15,4	15,3
Vestido y calzado	13,4	14,4	17,1	18,3	18,6	19,0
Vivienda	10,8	12,4	11,5	12,6	12,6	12,5
Gastos de casa	6,2	8,1	10,3	15,0	17,8	20,6
Gastos diversos	7,6	9,7	9,8	11,8	13,8	15,8
Precios al por mayor:						
Industriales	7,3	7,7	12,4	20,6	23,9	26,1
Agrícolas	9,6	10,7	14,0	20,3	17,9	15,7

(a) Media de cada trimestre, sobre la media de igual trimestre del año anterior.

El núcleo del nuevo impacto alcista se ha centrado en los meses de marzo y abril, pero los efectos inducidos y las repercusiones se prolongarán en el tiempo. Las expectativas inflacionistas continúan siendo muy fuertes, el nivel de actividad es aún intenso, los salarios monetarios, que ya habían acelerado algo su avance en el último trimestre de 1973 —pasando la tasa anual de crecimiento de la retribución media por hora trabajada del 19 al 22,8 por 100—, han mostrado intensos avances en los dos primeros meses del presente año (1) y los precios de

(1) En el trimestre diciembre-enero-febrero (últimas cifras disponibles), la retribución media por hora trabajada se situaba un 23,2 por 100 sobre su nivel en el mismo período del año anterior.

importación, aunque numerosas materias primas y algunos alimentos desciendan algo en los próximos meses, es dudoso que ofrezcan un alivio importante al proceso alcista interior. Así, pues, aunque el índice del coste de la vida ha mostrado un avance más moderado en mayo y todo indica que los momentos de más grave tensión alcista de precios están quedando atrás, el tema de la desaceleración de las altas tasas de inflación continúa presentándose como un problema de primordial importancia en el próximo futuro; un problema de gran dificultad del que dependen, sin embargo, las posibilidades de crecimiento continuado de la economía a más largo plazo.

En estas condiciones, resultaría muy peligrosa una nueva aceleración de los precios de los productos agrícolas y alimenticios. Resulta poco procedente defender tal movimiento y justificar su acentuación generalizada en base a un índice de precios de paridad cuyas indicaciones tienen sentido diferente dependiendo del período de referencia que se adopte. El argumento del man-

CUADRO V-7
Indices de precios percibidos por los agricultores
Incremento porcentual entre marzo de 1973
y marzo de 1974

Indice general	13,1
Ganado y productos ganaderos	14,2
Productos ganaderos	16,6
Ganado para abastos	11,4
Productos agrícolas	12,0
Productos agrícolas de alimentación humana	10,3
Cereales	— 5,9
Leguminosas	7,5
Patatas	9,0
Hortalizas	24,6
Fruta	37,8
Vino	— 16,3
Piensos	40,5
Cereales	34,9
Leguminosas	62,3

FUENTE: Ministerio de Agricultura: «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

tenimiento de la paridad de precios ha de conducir, con seguridad, a la defensa de un proceso inflacionista intenso, sometido a impulsos alcistas alternativos procedentes de los productos agrícolas y alimenticios y de los costes y precios de los productos industriales y los servicios. La experiencia pasada ofrece buena prueba de la espiral inflacionista que cabe alimentar por esta vía. Y es importante, además, no buscar en elevaciones exteriores de precios de carácter reversible argumentos en favor de alzas definitivas de precios interiores. El cuadro V-7 permite observar las importantes elevaciones en los precios percibidos por los agricultores en la mayoría de los productos entre marzo de 1973 y el mismo mes del año actual; los cuadros

V-8 y V-9 señalan las sustanciales alzas registradas en los precios medios de garantía al productor y de protección al consumo para una amplia gama de productos agrícolas y alimenticios para la campaña 1974-75, y el cuadro V-10 permite advertir cómo la política gubernamental de precios máximos de protección al consumo se ha visto desbordada, en la segunda parte de 1973 y los primeros meses de 1974, en prácticamente todos los productos, excepto la carne.

El respeto a una tendencia básica de suave desaceleración de la demanda, sin pretender combatirla con estímulos artificiales, pero sin permitir el desarrollo de factores adicionales de

CUADRO V-8

Precios medios de garantía al productor

PRODUCTOS (a)	1972-73 Pesetas	1973-74 Pesetas	1974-75 Pesetas	% campaña 73-74 s/72-73	% campaña 74-75 s/73-74
Trigos blandos y semiduros (Qm)	771,0	771,0	771,0	—	—
Trigos duros (Qm)	941,0	941,0	941,0	—	—
Cebada (Qm)	555,2	555,2	643,0	—	15,8
Avena (Qm)	525,2	525,2	608,0	—	15,8
Centeno (Qm)	560,2	560,2	628,0	—	12,1
Maíz (Qm)	591,3	586,2	731,2	—0,9	24,7
Sorgo (Qm)	546,3	541,1	677,5	—1,0	25,2
Mijo (Qm)	536,3	531,2	667,4	—1,0	25,6
Semilla de soja (Qm) (b)	1.090,0	1.450,0	1.450,0	33,0	—
Semilla de girasol (Qm)	1.015,0	1.065,0	1.065,0	4,9	—
Semilla de cartamo (Qm)	940,0	990,0	990,0	5,3	—
Algodón (Kg)	17,0	26,0	28,0	52,9	7,7
Remolacha (Tm)	1.560,0	1.605,0	1.950,0	2,9	21,5
Caña de azúcar (Tm)	1.095,5	1.123,5	1.365,0	2,6	21,5
Aceite de oliva (Kg)	42,4	55,0	55,0	29,7	—
Aceite de girasol (Kg)	27,9	27,9	27,9	—	—
Vino (Hgdo)	43,0	46,0	46,0	7,0	—
Bovino (Kg/canal)	91,0	96,8	96,8	6,4	—
Ovino (Kg/canal)	90,0	90,0	90,0	—	—
Porcino (Kg/canal)	49,8	54,1	64,5	8,6	19,2
Carne de pollo (Kg/canal)	39,8	45,8	55,0	15,1	20,1
Leche de vaca (para industrialización) (litro)	8,1	8,3	9,7	2,5	16,9
Huevos (docena)	25,5	28,4	35,0	11,4	23,2

(a) Cuando existen diversas variedades del mismo producto, se ha tomado como representativa la de mejor calidad.
(b) Precio base de contratación entre cultivadores y entidades colaboradoras, incluida la prima de estímulo a su cultivo.

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

CUADRO V-9

Precios medios de protección al consumo

PRODUCTOS	1972-73 Pesetas	1973-74 Pesetas	1974-75 Pesetas	% campaña 73-74 s/72-73	% campaña 74-75 s/73-74
Cebada (Qm)	—	575	693	—	20,5
Avena (Qm)	—	545	658	—	20,7
Centeno (Qm)	—	600	678	—	13,0
Maíz (Qm)	—	643	781	—	21,5
Sorgo (Qm)	—	588	728	—	23,8
Mijo (Qm)	—	578	718	—	24,2
Aceite de oliva (kg)	51	59	59	15,8	—
Vino (Hgdo)	65	80	80	23,1	—
Azúcar (Kg)	17	20	20	16,5	—
Bovino (Kg/canal)	105	114	114	8,3	—
Porcino (Kg/canal)	62	67	77	8,1	14,9
Carne de pollo (Kg/canal)	52	60	63	15,4	5,0
Leche de vaca (para industrialización) (litro)	—	9	10	—	11,1
Huevos (docena)	35	39	41	11,4	5,1

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

Comparación precios máximos de protección al consumo con precios percibidos por los agricultores

PRODUCTOS	1973												1974		
	Enero	Febr.	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept.	Oct.	Nov.	Dic.	Enero	Febr.	Marzo
CEBADA (Qm):															
—Precio máximo	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575
—Precio percibido	534	541	544	551	557	552	538	552	577	595	682	720	762	767	787
AVENA (Qm):															
—Precio máximo	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545
—Precio percibido	529	541	548	552	555	552	537	545	566	581	668	639	693	701	731
CENTENO (Qm):															
—Precio máximo	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600
—Precio percibido	596	596	603	608	608	615	607	604	614	621	702	741	789	796	833
MAIZ (Qm):															
—Precio máximo	640	645	650	655	655	655	655	630	630	630	630	635	640	645	650
—Precio percibido	642	655	662	669	671	703	739	789	799	799	829	853	858	878	868
ACEITE DE OLIVA (Kg):															
—Precio máximo	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	59	59	59	59	58
—Precio percibido	48	49	49	50	50	50	51	51	69	66	54	54	56	58	58
VINO (Hgdo):															
—Precio máximo	65	65	65	65	65	65	65	65	80	80	80	80	80	80	80
—Precio percibido	72	79	91	101	100	96	92	90	93	87	79	75	73	75	75
BOVINO (Kg/canal):															
—Precio máximo	105	105	105	105	105	105	105	120	120	120	120	120	120	120	120
—Precio percibido	55	57	59	57	60	60	63	64	65	66	67	69	70	73	75
OVINO (Kg/canal):															
—Precio máximo	120	120	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
—Precio percibido	71	67	64	58	56	56	58	65	73	76	76	73	71	70	72
PORCINO (Kg/canal):															
—Precio máximo	62	62	62	62	62	62	62	70	70	70	70	70	70	70	77
—Precio percibido	54	54	51	49	46	44	43	46	48	49	48	48	48	49	49
CARNE DE POLLO (Kg/canal):															
—Precio máximo	52	52	52	52	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	63
—Precio percibido	41	40	42	43	44	41	43	46	48	49	48	52	46	46	49
LECHE DE VACA (litro):															
—Precio máximo	9	9	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	10
—Precio percibido	9	9	9	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10
HUEVOS (docena):															
—Precio máximo	35	35	35	35	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	41
—Precio percibido	30	29	30	31	31	30	33	36	37	39	40	41	41	39	40

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

recesión que las condiciones generales de la economía hacen posible atajar, y el logro simultáneo de una apreciable reducción de la velocidad del proceso inflacionista, una vez superada la peor fase de absorción de los efectos alcistas directos de la crisis energética, han de constituir los objetivos básicos, difíciles y complejos, de la política de regulación a corto plazo de la economía durante los próximos meses.

4. La política fiscal y la política monetaria.

La **política fiscal** compensatoria se ha expresado, en el primer trimestre de 1974, en un déficit de las operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias de la Administración Central (medido en base a las operaciones no financieras) de unos 20.000 millones de pesetas. De este déficit, unos 10.000 millones corresponden al presupuesto de sentido estricto y los 10.000 millones restantes, a las operaciones extrapresupuestarias y, dentro de ellas, básicamente, a las operaciones de Tesorería. Los resultados de abril han modificado, sin embargo, tónica tan expansiva y, para el conjunto del primer cuatrimestre, el déficit de las operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias ha quedado reducido a 3.000 millones de pesetas, acusando el presupuesto un superávit de unos 1.500 millones de pesetas y las operaciones extrapresupuestarias, un déficit de unos 4.500 millones.

Los resultados del primer cuatrimestre comportan, pues, dos periodos muy distintos; un primer trimestre muy expansivo y el mes de abril, en el que se produce una contracción muy fuerte, expresada en un superávit mensual de 17.000 millones de pesetas. Los resultados del mes de abril se deben, en parte, al aumento estacional de los ingresos fiscales, este año incrementados por el adelantamiento introducido para la declaración del Impuesto General sobre la Renta de las Personas Físicas, y, en parte, a una reducción en el ritmo de incremento de los gastos, que ya empezó a apuntarse en el mes de marzo y continuó en abril y que tuvo su causa en retrasos administrativos en la utilización de los créditos presupuestados. Eliminados estos factores, puede preverse que el sector público volverá a actuar de forma más expansiva en los próximos meses. Para financiar el déficit cuatrimestral de las operaciones no financieras, la Administración Central tuvo que aumentar su endeudamiento en el Banco de España en unos 3,3 miles de millones, endeudamiento que hasta marzo alcanzaba los 18,8 miles de millones y que se redujo en abril, mes en el que la Administración Central devolvió fondos al Banco de España por 15,5 miles de millones (1). Estos movimientos no dejaron de afectar a la evolución monetaria general de la economía, como enseguida se verá.

La marcha de los ingresos y gastos presupuestarios durante el primer cuatrimestre pone de manifiesto que las medidas adoptadas a principios de año empiezan a surtir efecto. Así, los ingresos totales han aumentado a una tasa del 16 por 100, común tanto a los ingresos impositivos como a los no impositivos. La recaudación impositiva ha flexionado a la baja respecto a

(1) Todas las cifras citadas son con exclusión de las emisiones de Bonos del Tesoro y del movimiento paralelo de la cuenta del Banco de España en que se abona su importe.

años anteriores, a causa del escaso incremento recaudatorio en los impuestos indirectos (10 por 100), ya que la recaudación por impuestos directos crece un 30 por 100, como resultado del fuerte incremento de recaudación en el impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal (1), 42 por 100, muy similar al alcanzado en 1973, mientras los demás impuestos directos,

CUADRO V-11

Ingresos, pagos y financiación de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	Enero-Marzo 1974	Abril 1974	Enero-Abril 1974
Operaciones no financieras (neto)	— 19,9	17,0	— 2,9
Ingresos	125,7	45,2	170,9
Presupuesto (a)	123,3	44,7	168,0
Anexo	1,7	—	1,7
Por cuenta de las Corporaciones Locales	0,7	0,5	1,2
Pagos	139,0	35,7	174,7
Presupuesto (b)	132,7	33,8	166,5
Adicional	—	—	—
Apéndice	2,0	0,7	2,7
Anexo	3,5	0,5	4,0
Por cuenta de las Corporaciones Locales	0,8	0,6	1,4
Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	— 6,6	7,6	1,0
Financiación neta	19,9	— 17,0	2,9
Activos financieros	0,7	—	0,7
Dotación al crédito oficial	— 6,3	— 2,3	— 8,6
Emisión neta de Cédulas de Inversión	7,4	0,9	8,3
Emisión neta de Deuda	— 0,8	— 0,1	— 0,9
Préstamos del exterior (neto) (d)	— 0,2	—	— 0,2
Recurso al Banco de España	18,8	— 15,5	3,3
Emisión de moneda	0,3	—	0,3
Pro-memoria			
Emisión neta de Bonos del Tesoro (e)	0,7	— 5,7	— 5,0

- (a) Excluidos los procedentes de variaciones de activos financieros y de la variación de pasivos financieros.
- (b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y de Deuda (Deuda del Estado y Cédulas de Reconstrucción Nacional y Obligaciones de RENFE).
- (c) Incluye también ajustes.
- (d) Incluidos en Presupuesto.
- (e) La emisión de bonos está compensada por movimientos iguales, pero de signo contrario, en la cuenta del Banco de España en que se abona su importe. Las cifras precedentes de emisiones y recurso al Banco de España excluyen esta partida.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (1) El crecimiento de recaudación será algo menor para el conjunto del año, ya que se harán sentir la reducción de tipos del 14 al 12 por 100 y las menores alzas de salarios. Detrás de la fuerte alza de los primeros meses, especialmente del primer trimestre, está el que parte de los ingresos del primer trimestre de 1974 corresponden a ingresos de 1973 —con tipos del 14 por 100 de profesionales y artistas, que, en buena parte,

salvo la contribución urbana (1), muestran ritmos de crecimiento más bajos de los habituales. La flexión en los impuestos indirectos viene explicada por la casi completa desaparición de la recaudación por renta de petróleo, 400 millones en el cuatrimestre, frente a 7.700 en igual período del año anterior, y por la caída en la recaudación por renta de tabacos, que es un 12 por 100 inferior a la de igual período del año anterior; los demás impuestos indirectos muestran tasas de crecimiento superiores al 25 por 100 (2).

El gasto aumentó, en términos de pagos realizados, un 16 por 100 en el primer cuatrimestre del año, aun cuando en el primer trimestre crecía un 24 por 100. Tanto los gastos corrientes como los de inversión avanzan a ritmo parecido, aun cuando en el primer trimestre los de inversión crecían a un ritmo mucho más fuerte que los corrientes. La moderación en los gastos corrientes no es previsible que continúe en el resto del año, ya que los gastos de personal no podrán seguir manteniendo la baja tasa de crecimiento —9 por 100— de este período. También los gastos de inversión aumentarán, una vez que el proceso de ejecución presupuestaria cobre más agilidad. En su conjunto, el efecto expansivo de la política fiscal tenderá a concentrarse más en la segunda parte del año, lo cual parece corresponde bien a las conveniencias de regulación a corto plazo de la economía.

El cuadro V-12, que recoge las principales magnitudes que reflejan la evolución del sistema crediticio, muestra (columna 1) que, durante el primer trimestre de 1974, la **política monetaria** consiguió mantener el ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas prácticamente en el 20 por 100, límite superior de la banda de objetivos propuestos y senda razonable para los primeros meses del año. También puede observarse en dicho cuadro que, durante ese mismo período, el efecto contractivo del sector exterior superó netamente al efecto expansivo del déficit presupuestario y permitió que el objetivo referente a las disponibilidades líquidas se alcanzara a pesar de que el crédito bancario creció a tasas superiores a la referencia instrumental del 24 por 100 estimada para el conjunto del año. En abril, sin embargo, la tasa de incremento de las disponibilidades líquidas (26,7 por 100) fue muy superior a la del primer trimestre y claramente discordante con los objetivos monetarios perseguidos. Aunque en el momento de escribir estas líneas solo se dispone de información provisional, los avances indican que el ritmo de expansión de las disponibilidades líquidas en el mes de mayo ha alcanzado una tasa aproximada del 15 por 100.

La evolución monetaria de estos primeros meses del año encuentra una explicación razonable en términos de la evolución de los activos líquidos del sistema bancario y de la conducta de la

tributan ya por estimación directa, aumentando la recaudación por esa causa al acercarse más las bases fiscales a las reales.

- (1) La recaudación por este último concepto aumenta un 62 por 100, a causa de la entrada en vigor generalizada del nuevo régimen, que trae consigo bases imponibles mayores al realizarse una nueva valoración catastral.
- (2) Transmisiones patrimoniales crece un 30 por 100; tráfico de empresas, un 25 por 100; aduanas, un 27 por 100.

Evolución del sistema crediticio

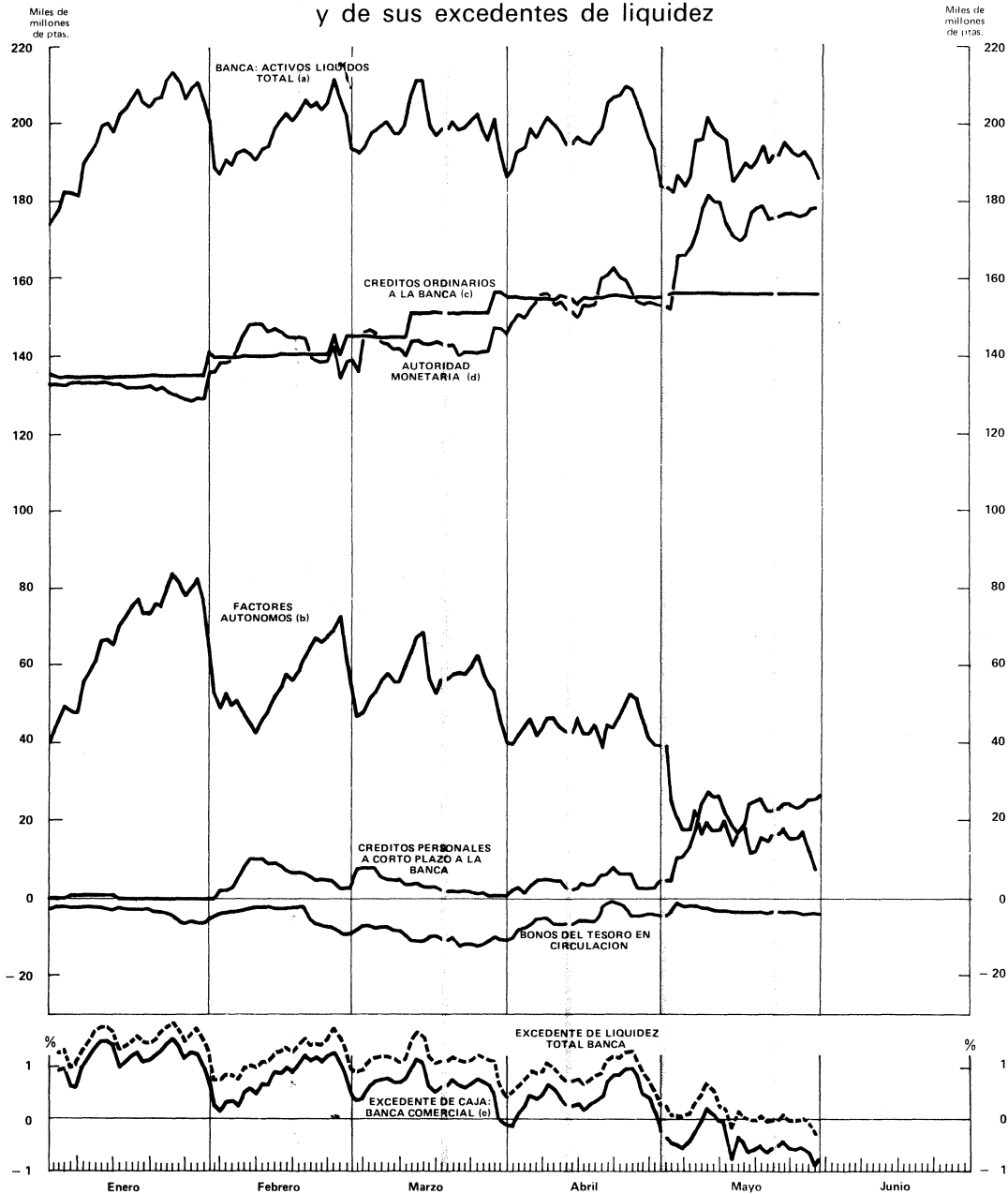
	Disponibilidades líquidas	Activos netos del sistema crediticio				Activos netos del Banco de España	Activos netos del sistema bancario					
		Sector exterior	Sector público	Sector privado			Total	Sector exterior	Sector público	Sector privado		
				Del cual: Crédito						Del cual: Crédito		
1=2+3+4=6+7	2	3	4	5	6	7=8+9+10	8	9	10	11	12	
Variación neta: Cifras originales (miles de millones de pesetas)												
1974:												
ENE...	— 45,9	— 13,6	6,6	— 38,9	3,0	— 11,0	— 34,9	— 8,0	4,7	— 31,6	3,8	— 4,6
FEB...	31,4	— 2,2	1,7	31,9	44,3	— 4,1	36,5	— 2,5	— 0,8	39,8	42,5	31,1
MAR...	73,7	— 7,5	17,6	63,6	80,5	— 1,4	75,1	— 0,9	14,3	61,7	69,7	60,0
ABR...	55,1	— 21,9	— 2,2	79,2	76,7	— 7,3	62,4	— 7,7	— 0,9	71,0	73,8	62,0
Variación neta: Cifras desestacionalizadas (miles de millones de pesetas)												
1974:												
ENE...	56,5	—	—	—	59,6	— 7,4	63,9	—	—	—	57,6	44,5
FEB...	47,8	—	—	—	55,7	— 1,5	49,3	—	—	—	55,8	43,9
MAR...	49,1	—	—	—	68,3	— 29,6	78,7	—	—	—	62,5	52,8
ABR...	74,5	—	—	—	80,0	11,7	62,8	—	—	—	76,7	62,3
Tasas de crecimiento intermensual de las cifras desestacionalizadas (porcentajes)												
1974:												
ENE...	20,0	—	—	—	27,3	—	27,4	—	—	—	31,2	23,5
FEB...	19,9	—	—	—	26,2	—	20,2	—	—	—	29,3	28,3
MAR...	20,4	—	—	—	32,2	—	33,4	—	—	—	32,6	34,1
ABR...	26,7	—	—	—	37,6	—	25,2	—	—	—	40,1	40,1

banca, en base a las posibilidades ofrecidas por aquélla y por la demanda de crédito del sector privado. A lo largo del segundo semestre de 1973, y en los primeros meses de 1974, el Banco de España estuvo operando con la hipótesis de que la banca tendiera a mantener un excedente medio de caja del orden del 0,5-1 por 100, hipótesis que los resultados alcanzados, en base a ella, a lo largo del segundo semestre de 1973, justificaban como válida. La evolución de los activos líquidos durante el mes de enero —véase gráfico V-1— fue superior a las necesidades derivadas de esa hipótesis y del objetivo fijado para las disponibilidades líquidas, dado que la acción compensatoria de la autoridad monetaria fue inferior a la expansión de los factores autónomos y que la elevación en 0,75 puntos del coeficiente de caja, a mediados de mes, tampoco bastó para absorber los importantes excedentes de caja existentes. Se consideró, sin embargo, que esta evolución era admisible tras un período de dificultades en la liquidez bancaria. En todo caso, tal evolución se tradujo en un rápido descenso del tipo de interés del mercado monetario —véase gráfico V-2— y en un aumento relativamente importante (27,4 por 100) de los activos netos del sistema bancario, compensado por una disminución de los activos netos del Banco de España. El crédito del sistema bancario al sector privado creció a una tasa (31,9) solo ligeramente superior a la del total de sus activos netos, que habría que promediar con la del mes de diciembre, afectadas ambas por los problemas contables de fin de año. Durante la primera mitad del mes de febrero, el nivel de activos líquidos descendió aproximadamente al nivel señalado como objetivo y el efecto inmediato fue una sensible elevación de los tipos de interés del mercado monetario. La situación cambió, sin embargo, desde mediados de este mes, primero por una elevación importante de las cifras de activos líquidos y, a partir del 22, por la modificación de las reglas de cómputo del coeficiente de caja, que implicaba una reducción potencial del mismo de cierta importancia (1).

La modificación del coeficiente es, con toda probabilidad, el factor decisivo para explicar la evolución de los meses posteriores. En un principio se pensó que, aunque potencialmente el nuevo sistema debía permitir a la banca operar con unos excedentes de caja prácticamente iguales a cero, lo que, comparado con un nivel medio del 0,5-1 por 100 en los meses precedentes, implicaba una sensible reducción del coeficiente de caja, era muy improbable que la banca aprovechara de forma inmediata esta posibilidad. La experiencia posterior demostró que este juicio, al menos en parte, era erróneo debido, probablemente, al intenso aumento en la demanda de crédito derivado de las nuevas alzas de precios y costes y del proceso de constitución de existencias que se ha indicado en las páginas anteriores. El nivel de activos líquidos a lo largo de los meses de marzo y abril siguió alineado con las cifras que hubieran sido deseables en la hipótesis de un excedente de caja medio de 0,5 puntos, como en los meses anteriores, y, en varios momentos, superior a éste. Ciertamente, esta evolución fue, en buena medida, resultado de las rigideces que han venido presidiendo las posibilidades de empleo del único instrumento adecuado para absorber excedentes de liquidez, es decir, la emisión de Bonos del Tesoro, y de la discontinuidad característica de los instrumentos utilizados para regular las inyecciones de liquidez.

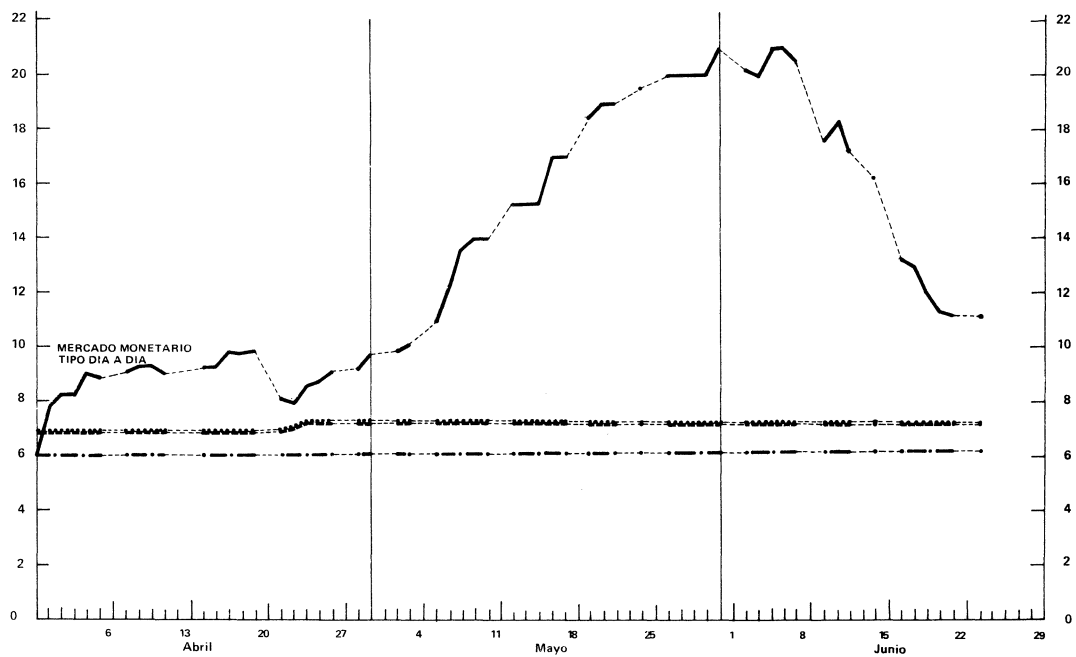
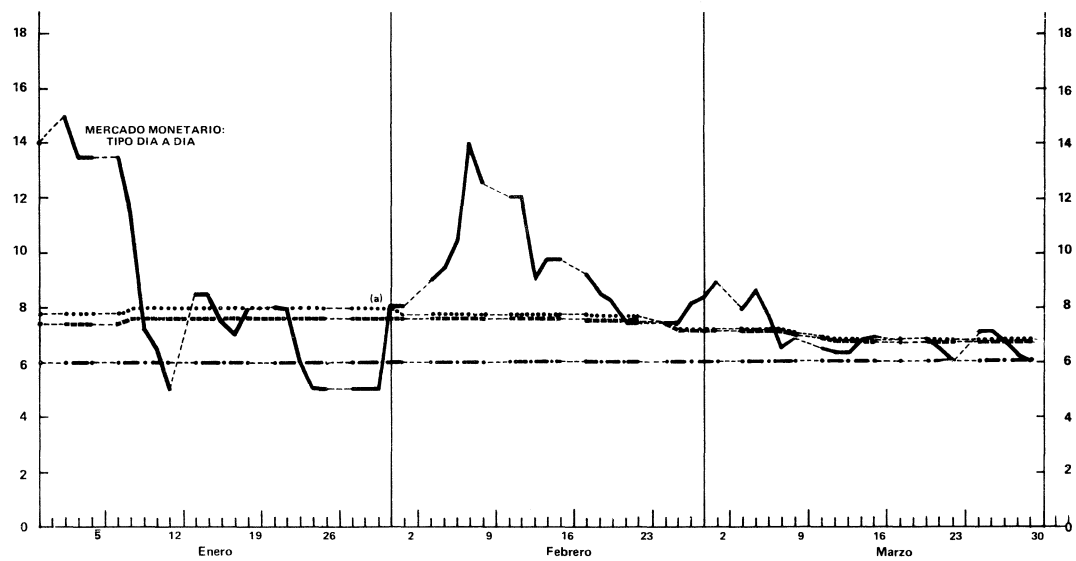
(1) Véase Capítulo III, epígrafe 8.

Evolución de los activos líquidos de la banca
y de sus excedentes de liquidez



(a). Según cifras del Banco de España. Incluidos disponibles computables y no computables en el coeficiente de caja y depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles.
(b). Obtenidos por diferencia entre "Banca: Activos líquidos" y "Autoridad monetaria". Incluyen los activos líquidos en poder de las cajas de ahorro y el crédito del Banco de España a éstas, dos partidas caracterizadas por su gran estabilidad.
(c). Límites de créditos en las modalidades tradicionales de apoyo a la banca: redescuento ordinario y especial, de pólizas E.O.C. y pagarés S.N.C., créditos con garantía de fondos públicos y fondos públicos no pignorados en poder de la banca.
(d). Suma de "Créditos ordinarios a la banca", "Créditos personales a corto plazo a la banca" y "Bonos del Tesoro en circulación".
(e). Diferencia entre el coeficiente efectivo de caja y el coeficiente legal, imputado a la fecha correspondiente a los activos de caja computables.

Tipos de interés



- BANCO DE ESPAÑA. TIPO COMPRADOR DE BONOS DEL TESORO A TRES MESES. (a). A partir del 1 de febrero recoge el tipo comprador a un mes.
- BANCO DE ESPAÑA. TIPO VENDEDOR DE BONOS DEL TESORO A UN MES.
- .-.-.-.- BANCO DE ESPAÑA. TIPO BÁSICO.

Partiendo de la base de una intensificación de la demanda de crédito y de que el cambio de coeficiente fue interpretado por la banca como una reducción sensible en la retención de liquidez y, por tanto, como un incremento de sus excedentes de activos líquidos, la evolución posterior se explica muy bien. En el mes de febrero, el ritmo de expansión de los activos netos del sistema bancario fue mucho más moderado (20,2 por 100, a pesar de que el crédito al sector privado creció al 29,3 por 100); pero en el mes de marzo experimentó una fuerte aceleración (33,4 por 100, con el crédito al sector privado al 32,6 por 100). El que, a pesar de esto, los tipos de interés del mercado interbancario se mantuvieran a un nivel mínimo a lo largo de todo el mes —véase gráfico V-2— es prueba palpable de la situación de holgura en que se movía el sistema bancario. El crecimiento de las disponibilidades líquidas en el mes de marzo se mantuvo todavía en línea con los objetivos iniciales, debido a una evolución contractiva de los activos netos del Banco de España. La situación del mes de abril fue ya muy distinta. La expansión de los activos netos del sistema bancario experimentó una clara desaceleración hasta una tasa intermensual todavía elevada, del 25,2 por 100, que, unida a que la evolución de los activos netos del Banco de España se convirtió en positiva, se tradujo en la aceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas ya conocido. Conviene destacar, de todos modos, la gran discrepancia entre el crecimiento del activo neto del sistema bancario al 25,2 por 100 y la de su crédito al sector privado al 40,1 por 100, discrepancia debida en gran parte al fuerte aumento de los pasivos exteriores del sistema bancario en ese mes. Las conclusiones que cabía extraer de la aceleración de la tasa de expansión de las disponibilidades líquidas y del fortísimo ritmo de incremento del crédito no podían olvidar, sin embargo, la evolución global subyacente, que anunciaba el carácter efímero de tales movimientos. Producto de estas tendencias fue la sensible elevación del nivel de los tipos del mercado interbancario a lo largo del mes de abril, si bien no se superó prácticamente en ningún momento el nivel del 10 por 100, lo que indica que, a pesar de todo, el sistema bancario seguía operando en condiciones de fluidez. El nivel medio del coeficiente de caja a lo largo del mes de marzo fue ya sensiblemente inferior al de los meses de enero y febrero y las cifras del mes de abril acusaron una ulterior tendencia a la caída de estos excedentes.

La evolución era tal, que, a no tardar, esta aceleración de la expansión del sistema bancario tenía que tropezar con el límite impuesto por el nivel de activos líquidos existente. A finales de abril se adoptó la decisión —motivada por las cifras de crecimiento del crédito bancario— de elevar el coeficiente de caja de la banca comercial en medio punto, en dos fases decenales de 0,25 puntos cada una. A esto se unió, desde los últimos días del mes de abril, el hecho de que el nivel de activos líquidos descendió por primera vez al nivel propuesto por la hipótesis de excedentes nulos de caja, en el que se mantuvo aproximadamente durante la primera mitad del mes de mayo. En la segunda mitad del mes, como reacción a las cifras del crédito bancario del mes de abril, el nivel de activos líquidos se redujo sensiblemente por debajo de este objetivo, ya por sí mismo restrictivo, todo ello a pesar de un fuerte incremento de los créditos concedidos a la banca por el Banco de España para facilitar el proceso de ajuste resultante de la elevación del coeficiente de caja. La situación de la banca se hizo muy tensa: los tipos de interés del mercado interbancario se elevaron hasta alcanzar la cota del 18 por 100, los excedentes

de liquidez de la banca se redujeron fuertemente y ésta hubo de frenar el rapidísimo proceso de expansión crediticia a tan difícil situación de liquidez. La tasa (provisional) de crecimiento del crédito bancario en el mes de mayo no superó el nivel del 15 por 100.

Con fecha 7 de junio, el Banco de España, para aliviar una tensión de liquidez que podía traducirse en la generación de daños indeseados a la evolución de la economía, incrementó las líneas ordinarias de redescuento en 12.000 millones de pesetas, dentro de un programa de consolidación del montante de créditos pendientes sobre la banca y de regulación de la evolución de los activos líquidos en concordancia con los objetivos (mantenidos) de política monetaria. Posteriormente, siguiendo con la misma política, los días 21 y 24 de junio volvieron a ampliarse las líneas de redescuento en 5.980 millones de pesetas en cada fecha. En fin, el coeficiente legal de caja que han de mantener los bancos comerciales y mixtos fue reducido en 0,25 puntos porcentuales, con efectividad desde el día 1 de julio, y en los primeros días de este mes, el Banco de España anunció a la banca la puesta en práctica inmediata de un nuevo sistema de regulación diaria y continua de los activos líquidos bancarios mediante créditos a corto plazo. El nuevo sistema permitirá a las autoridades monetarias superar las dificultades que, para dicha regulación, derivaban del carácter discontinuo de los instrumentos básicos manejados en el pasado y alcanzar así más fácilmente y con mayor suavidad los objetivos de política monetaria propuestos a principios de año.

La economía española vivirá, en la segunda parte de 1974, un proceso de lenta desaceleración, determinado por fuerzas básicas que vienen actuando desde principios de año por debajo de los efectos expansivos de movimientos pasajeros de la demanda. Se trata de fuerzas cíclicas básicas, que sería inadecuado intentar combatir con intensidad en las presentes circunstancias de inflación interior e incertidumbre y recesión mundiales. Solo parece razonable asegurarse de que el proceso de desaceleración sea suave y no se vea afectado intensamente por elementos depresivos adicionales procedentes del exterior, que las condiciones actuales de la economía —y, principalmente, el volumen de reservas exteriores— permiten compensar en buena medida. La política monetaria y la política fiscal previstas parecen capaces de alcanzar tal objetivo y, al propio tiempo, de imponer una apreciable reducción del ritmo de alza de los precios en la segunda parte del año. Tales objetivos están, por lo demás, mutuamente relacionados. La economía española se enfrentará al año 1975 con elementos intrínsecos de debilidad coyuntural; pero la política moderadamente expansiva que la compensación de tal debilidad exigirá solo podrá ser desarrollada si, para finales de año, se han logrado resultados apreciables en la lucha con las tensiones inflacionistas. Todo ello supeditado siempre a una evolución internacional favorable que, en las actuales circunstancias, cabe desear y esperar, pero manteniendo inevitables y no pequeños márgenes de reserva.

APENDICE ESTADISTICO

1. Producto y gasto nacionales, en pesetas corrientes y de 1964. 1963-1973.
2. Producto y gasto nacionales. Tasas de crecimiento. 1963-1973.
3. P. I. B. a coste de los factores, en pesetas corrientes y de 1964. 1963-1973.
4. P. I. B. a coste de los factores. Tasas de crecimiento. 1963-1973.
5. Renta Nacional. Composición porcentual. 1963-1973.
6. Gasto de los consumidores en bienes y servicios. Composición en pesetas corrientes. 1963-1973.
7. Formación interior bruta de capital. Financiación y clasificación por productos. 1963-1973.
8. Formación interior bruta de capital. Clasificación por instituciones. 1963-1973.
9. Precios de los componentes del P. N. B. 1963-1973.
10. Sector primario. Composición del valor de la producción total. 1963-1973.
11. Sector primario. Principales producciones físicas. 1963-1973.
12. Producción industrial. Índices medios anuales por grupos. 1963-1973.
13. Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores. 1963-1973.
14. Población activa. Principales componentes. 1963-1973.
15. Paro estimado. Cifras absolutas y su relación con la población activa. 1963-1973.
16. Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas. Medias anuales de los principales sectores. 1963-1973.
17. Salarios. Agrícolas e industriales. Medias anuales. 1963-1973.
18. Coste de la vida. General y componentes. Medias anuales. 1963-1973.
19. Precios al por mayor. General y principales componentes. Medias anuales. 1963-1973.
20. Precios agrícolas. Percibidos y pagados por el agricultor, y su índice de paridad. 1964-1973.
21. Balance consolidado del sistema crediticio. 1971-1973.
22. Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria. 1971-1973.
23. Balance ajustado de la banca. 1971-1973.
24. Balance ajustado de la banca comercial. 1971-1973.
25. Balance ajustado de la banca industrial. 1971-1973.
26. Balance consolidado de las instituciones de ahorro. 1971-1973.
27. Balance consolidado del crédito oficial. 1971-1973.
28. Crédito al sector privado clasificado por plazos y por circuitos.
29. Base monetaria. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
30. Activos líquidos del sistema bancario. Total banca. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
31. Sistema crediticio. Disponibilidades líquidas. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
32. Sistema crediticio. Oferta monetaria. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
33. Sistema crediticio. Efectivo en manos del público. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.

34. Sistema crediticio. Total de depósitos del sistema bancario. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
35. Sistema crediticio. Depósitos a la vista. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
36. Sistema crediticio. Depósitos de ahorro. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
37. Sistema crediticio. Depósitos a plazo y ahorro vinculado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
38. Banca. Total de depósitos. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
39. Cajas de ahorro. Total de depósitos. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
40. Sistema crediticio. Activos netos del Banco de España. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
41. Sistema crediticio. Activos netos del sistema bancario. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
42. Sistema crediticio. Crédito al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
43. Banca. Crédito al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
44. Cajas de ahorro. Crédito con fondos propios al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
45. Entidades oficiales de crédito. Crédito al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
46. Emisiones públicas. 1969-1973.
47. Emisiones privadas. 1969-1973.
48. Bonos de caja de bancos industriales.
49. Colocación de emisiones, públicas y privadas. 1970-1972.
50. Entidades de financiación de ventas a plazos. Balance conjunto. 1968-1973.
51. Presupuesto inicial consolidado de las administraciones públicas. 1972-1973.
52. Presupuesto inicial de la Administración Central. 1969-1973.
53. Presupuesto inicial de la Administración Central. Clasificación funcional. 1966-1974.
54. Presupuestos iniciales de organismos autónomos, corporaciones locales y Seguridad Social. 1972-1973.
55. Administración Central. Realizaciones presupuestarias. 1968-1973.
56. Administración Central. Realizaciones presupuestarias: desglose de las ingresos impositivos. 1964-1973.
57. Administración Central. Realizaciones presupuestarias: desglose trimestral. 1972-1973.
58. Administraciones públicas: Cuentas de ingresos y gastos. 1962-1972.
59. Administraciones públicas: Cuenta de capital. 1962-1972.
60. Administraciones públicas: Cuenta financiera. 1962-1972.
61. Administraciones públicas. Estado. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
62. Administraciones públicas. Estado. Cuenta de capital. 1962-1972.
63. Administraciones públicas. Estado. Cuenta financiera. 1962-1972.
64. Administraciones públicas. Organismo autónomos administrativos. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
65. Administraciones públicas: Organismos autónomos administrativos. Cuenta de capital. 1962-1972.

66. Administraciones públicas: Organismos autónomos administrativos. Cuenta financiera. 1962-1972.
67. Administraciones públicas. Corporaciones locales. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
68. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta de capital. 1962-1972.
69. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta financiera. 1962-1972.
70. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
71. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta de capital. 1962-1972.
72. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta financiera. 1962-1972.
73. Empresas públicas. Cuentas clasificadas por sectores. 1968-1969.
74. Empresas públicas. Cuentas de producción y de ingresos y gastos. 1968-1969.
75. Empresas públicas. Cuentas de capital y financiera. 1968-1969.
76. Reservas internacionales. 1962-1973.
77. Balanza de pagos. 1971-1973.
78. Principales medidas tomadas desde enero de 1973 sobre cambios y movimientos de capital.
79. Principales medidas de política monetaria adoptadas desde enero de 1973.

Producto y gasto nacionales

Pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.	963,9	1.088,0	1.287,0	1.477,0	1.632,2	1.804,9	2.010,5	2.252,4	2.537,8	2.960,4	3.531,8
Importaciones de bienes y servicios. .	127,5	147,7	196,0	234,0	236,6	282,2	338,1	383,6	410,4	502,4	651,1
Recursos=Empleos	1.091,4	1.235,7	1.483,0	1.711,4	1.868,8	2.087,1	2.348,6	2.636,0	2.948,2	3.462,8	4.182,9
Consumo privado	668,0	743,1	887,0	1.013,0	1.140,0	1.250,7	1.378,9	1.522,2	1.701,9	1.968,5	2.350,4
Consumo público	86,2	94,1	112,2	133,3	166,9	187,0	214,3	249,5	288,4	342,6	400,8
Formación bruta de capital fijo	203,0	244,8	294,7	334,8	346,9	377,0	441,0	481,5	500,3	607,6	824,6 (c)
Variación de existencias	32,8	22,9	43,7	55,0	33,6	37,2	41,2	39,8	41,0	54,8	
Exportaciones de bienes y servicios. .	101,4	130,8	145,4	175,3	181,4	235,2	273,3	343,0	416,6	489,3	634,1

Pesetas de 1964

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.	1.024,1	1.088,0	1.166,2	1.260,6	1.314,1	1.388,6	1.494,0	1.583,8	1.653,9	1.782,5	1.923,3
Importaciones de bienes y servicios. .	130,5	147,7	188,7	216,7	212,0	225,5	261,1	276,2	277,9	329,5	386,2
Recursos=Empleos	1.154,6	1.235,7	1.354,9	1.477,3	1.526,1	1.614,1	1.755,1	1.860,0	1.931,8	2.112,0	2.309,5
Consumo privado	711,4	743,1	794,9	854,0	908,4	946,5	1.012,5	1.052,1	1.084,7	1.157,4	1.234,9
Consumo público	92,7	94,1	100,6	103,3	110,3	114,8	121,1	132,4	141,0	150,3	159,3
Formación de capital fijo	212,5	244,8	283,3	314,7	320,1	329,0	369,5	383,7	377,5	434,3	549,5 (c)
Variación de existencias	33,7	22,9	41,6	51,4	31,1	33,1	35,6	33,1	32,7	41,5	
Exportaciones de bienes y servicios. .	104,3	130,8	134,3	153,9	156,2	190,7	216,4	258,7	295,9	328,4	370,4

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Producto y gasto nacionales. Tasas de crecimiento

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.....	18,0	12,9	18,3	14,8	10,5	10,6	11,4	12,0	12,7	16,6	19,3
Importaciones de bienes y servicios.	25,7	15,8	32,7	19,4	1,1	19,3	19,8	13,5	7,0	22,4	29,6
Recursos=Empleos	18,9	13,2	20,0	15,4	9,2	11,7	12,5	12,2	11,4	17,5	20,8
Consumo privado	20,0	11,2	19,4	14,2	12,5	9,7	10,2	10,4	11,8	15,7	19,4
Consumo público	22,8	9,2	19,2	18,8	25,2	12,0	14,6	16,4	15,6	18,8	17,0
Formación bruta de capital fijo	19,4	20,6	20,4	13,6	3,6	8,7	17,0	9,2	3,9	21,4	24,5 (c)
Variación de existencias .....	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportaciones de bienes y servicios.	10,2	29,0	11,2	20,6	3,5	29,7	16,2	25,5	21,5	17,5	29,6

Pesetas de 1964

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.....	8,9	6,2	7,2	8,1	4,2	5,7	7,6	6,0	4,5	7,8	7,9
Importaciones de bienes y servicios.	23,3	13,2	27,8	14,8	— 2,2	6,4	15,8	5,8	0,7	18,5	17,2
Recursos=Empleos	10,4	7,0	9,7	9,0	3,3	5,8	8,7	6,0	3,9	9,3	9,4
Consumo privado	11,3	4,5	7,0	7,4	6,4	4,2	7,0	3,9	3,1	6,7	6,7
Consumo público	9,6	1,5	6,9	2,7	6,8	4,1	5,5	9,3	6,5	6,6	6,0
Formación bruta de capital fijo	11,4	15,2	15,7	11,1	1,7	2,7	12,3	3,8	— 1,6	15,0	15,5 (c)
Variación de existencias .....	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportaciones de bienes y servicios.	3,8	25,4	2,7	14,6	1,5	22,1	13,5	19,5	14,4	11,0	12,8

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-64) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Producto interior bruto a coste de los factores

Pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	204,7	186,7	215,5	241,0	243,5	271,6	274,2	280,3	319,2	350,2	...
Industria	321,8	379,8	433,3	488,0	523,7	573,8	658,6	740,9	816,5	961,9	...
Industrias extractivas	12,6	14,2	16,2	16,6	16,7	18,2	19,5	20,3	22,7	23,9	...
Industrias manufactureras	244,1	288,2	327,8	371,4	399,1	434,3	496,4	560,0	617,2	736,1	...
Agua, gas y electricidad	19,2	22,0	24,9	28,3	29,6	33,4	40,6	48,2	56,6	62,7	...
Construcción y obras públicas	45,9	55,3	64,4	71,7	78,3	87,9	102,1	112,4	120,0	139,2	...
Servicios	373,8	448,0	549,5	643,6	746,8	835,8	927,8	1.061,1	1.224,9	1.432,0	...
Transportes y comunicaciones	53,5	62,0	74,8	85,7	97,8	110,7	124,3	145,1	167,7	195,7	...
Comercio al por mayor y menor	89,9	108,9	143,9	168,1	187,4	205,2	228,8	259,6	299,3	351,7	...
Banca, seguros e inmobiliarias	34,0	40,6	51,2	60,4	70,1	79,0	84,0	98,1	115,3	138,3	...
Propiedad de viviendas	29,2	35,5	41,2	46,5	59,6	72,3	74,3	79,8	87,4	95,0	...
Administración pública y defensa	50,9	57,1	66,6	82,3	102,3	116,8	133,9	150,0	165,9	189,3	...
Enseñanza	13,3	15,8	18,9	22,8	27,8	33,4	40,8	48,3	59,3	71,4	...
Hostelería y similares	32,6	44,9	53,4	64,1	72,6	79,7	88,6	102,0	121,0	141,5	...
Otros servicios (b)	70,4	83,2	99,5	113,7	129,2	138,7	153,1	178,2	209,0	249,1	...
TOTAL	900,3	1.014,5	1.198,3	1.372,6	1.514,0	1.681,2	1.860,6	2.082,3	2.360,6	2.744,1	...

Pesetas de 1964

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	211,1	186,7	190,3	204,7	208,3	222,3	219,7	224,9	242,6	244,6	...
Industria	335,4	399,8	415,7	464,3	474,6	503,1	560,6	596,8	624,0	692,2	...
Industrias extractivas	13,8	14,2	15,5	15,5	15,0	15,4	16,5	14,8	15,2	16,0	...
Industrias manufactureras	253,0	288,3	315,2	347,0	363,7	384,4	427,2	459,2	483,0	539,0	...
Agua, gas y electricidad	19,4	22,0	24,4	27,0	27,8	30,6	36,8	40,3	44,3	48,8	...
Construcción y obras públicas	49,2	55,3	60,6	64,8	68,1	72,7	80,1	82,5	81,5	88,4	...
Servicios	407,8	448,0	485,6	518,3	547,3	576,4	611,5	651,2	684,8	734,4	...
Transporte y comunicaciones	55,5	62,0	70,0	75,5	81,4	87,6	94,4	103,1	110,3	120,6	...
Comercio al por mayor y menor	100,7	108,9	117,6	126,3	130,8	137,5	147,0	156,2	163,3	177,7	...
Banca, seguros e inmobiliarias	35,1	40,6	45,2	50,5	54,8	58,4	60,5	64,3	68,1	72,6	...
Propiedad de viviendas	31,0	35,5	37,3	39,0	46,0	52,3	53,0	54,3	56,0	57,9	...
Administración pública y defensa	56,1	57,1	58,4	59,5	61,0	62,8	66,4	68,3	69,7	71,6	...
Enseñanza	14,1	15,8	17,2	18,5	19,5	21,5	24,8	26,7	28,4	30,6	...
Hostelería y similares	36,1	44,9	49,2	54,0	56,5	59,1	63,3	68,4	74,1	79,7	...
Otros servicios (b)	79,2	83,2	90,7	95,0	97,3	97,2	102,1	109,9	114,9	123,7	...
TOTAL	954,3	1.014,5	1.091,6	1.177,3	1.230,2	1.301,0	1.391,8	1.472,9	1.551,4	1.670,9	...

(a) Provisional.

(b) Servicios sanitarios, Servicio doméstico y Otros servicios.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

Producto interior bruto a coste de los factores. Tasas de crecimiento

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	16,4	— 8,8	15,4	11,8	1,0	11,5	0,9	2,2	13,9	9,7	...
Industria	18,4	18,0	14,1	12,6	7,3	9,6	14,8	12,5	10,2	17,8	...
Industrias extractivas	14,5	12,7	14,1	2,5	0,6	9,0	7,1	4,1	11,8	5,3	...
Industrias manufactureras	16,8	18,1	13,7	13,3	7,5	8,8	14,3	12,8	10,2	19,3	...
Agua, gas y electricidad	12,9	14,6	13,2	13,7	4,6	12,8	21,6	18,7	17,4	10,8	...
Construcción y obras públicas	31,9	20,5	16,5	11,3	9,2	12,3	16,2	10,1	6,8	16,0	...
Servicios	18,6	19,9	22,7	17,1	16,0	11,9	11,0	14,4	15,4	16,9	...
Transportes y comunicaciones	15,6	15,7	20,8	14,5	14,1	13,2	12,3	16,7	15,6	16,7	...
Comercio al por mayor y menor	16,3	21,2	32,1	16,8	11,4	9,6	11,5	13,5	15,3	17,5	...
Banca, seguros e inmobiliarias	26,5	19,2	26,1	18,1	16,1	12,7	6,3	16,8	17,5	20,0	...
Propiedad de viviendas	12,0	21,5	16,0	13,1	28,2	21,3	2,8	7,4	9,5	8,7	...
Administración pública y defensa	14,7	12,2	16,7	23,5	24,3	14,1	14,6	12,0	10,6	14,1	...
Enseñanza	33,0	18,8	19,6	20,6	21,9	20,1	22,2	18,4	22,8	20,4	...
Hostelería y similares	31,5	37,8	18,9	20,1	13,3	9,6	11,2	15,1	18,6	16,9	...
Otros servicios (b)	18,7	18,2	19,6	14,3	13,6	7,4	10,4	16,4	17,3	19,2	...
TOTAL	18,0	12,7	18,1	14,5	10,3	11,0	10,7	11,9	13,4	16,3	...

Pesetas de 1964

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	9,0	— 11,6	1,9	7,6	1,8	6,7	— 1,2	2,4	7,9	0,8	...
Industria	12,2	13,2	9,5	9,3	4,5	6,0	11,4	6,5	4,6	10,9	...
Industrias extractivas	4,5	2,9	9,2	...	— 3,2	2,7	7,1	— 10,3	2,7	5,3	...
Industrias manufactureras	11,8	14,0	9,3	10,1	4,8	5,7	11,1	7,5	5,2	11,6	...
Agua, gas y electricidad	10,9	13,4	10,9	10,7	3,0	10,1	20,3	9,5	9,9	10,2	...
Construcción y obras públicas	17,1	12,4	9,6	6,9	5,1	6,8	10,2	3,0	— 1,2	8,5	...
Servicios	6,9	9,9	8,4	6,7	5,6	5,3	6,1	6,5	5,2	7,2	...
Transportes y comunicaciones	8,6	11,7	12,9	7,9	7,8	7,6	7,8	9,2	7,0	9,3	...
Comercio al por mayor y menor	6,0	8,1	8,0	7,4	3,6	5,1	6,9	6,3	4,6	8,8	...
Banca, seguros e inmobiliarias	9,7	15,7	11,3	11,7	8,5	6,6	3,6	6,3	5,9	6,6	...
Propiedad de viviendas	7,3	14,5	4,8	4,8	17,9	13,7	1,3	2,5	3,1	3,4	...
Administración pública y defensa	3,3	1,8	2,3	1,9	2,5	3,0	5,7	2,9	2,1	2,7	...
Enseñanza	16,5	12,1	8,9	7,6	5,4	10,3	15,3	7,7	6,4	7,8	...
Hostelería y similares	17,2	24,4	9,6	9,8	4,6	4,6	7,1	9,1	8,3	7,6	...
Otros servicios (b)	2,3	5,1	9,0	4,7	2,4	— 0,1	5,0	7,6	4,6	7,7	...
TOTAL	9,2	6,3	7,6	7,9	4,5	5,8	6,3	5,8	5,3	7,7	...

(a) Provisional.

(b) Servicios sanitarios, Servicio doméstico y Otros servicios.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

Renta nacional. Composición porcentual

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Remuneración de los asalariados...	53,5	54,5	54,0	55,4	57,7	56,5	57,9	58,6	59,8	59,9	...
Rentas de la propiedad y la empresa, de las economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	36,9	36,7	36,7	35,9	35,1	34,9	33,8	32,6	31,5 (b)	30,9 (b)	...
Ahorro de las sociedades	5,8	5,9	5,4	5,1	3,5	4,6	4,4	4,5	4,5	5,1	...
Impuestos directos sobre las socie- dades	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3	...
Rentas de la propiedad y la empresa de las administraciones públicas ..	1,1	1,5	1,6	1,3	1,5	2,0	1,8	2,2	1,7	1,5	...
Menos: Intereses de la deuda pú- blica	—0,7	—0,8	—0,8	—0,7	—0,7	—0,8	—0,9	—0,9	—0,8	—0,8	...
Menos: Intereses de la deuda de los consumidores	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,2	—0,2	—0,2	—0,2	...	...	...
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	...

(a) Provisional.

(b) Deducidos los intereses de la deuda de los consumidores.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

Gasto de los consumidores en bienes y servicios. Composición en pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Productos alimenticios	297,3	338,1	392,3	445,1	475,0	511,6	551,6	608,1	665,4	...	...
Vestido y otros efectos personales	84,5	100,6	120,3	136,4	153,6	166,3	182,5	205,7	237,4	...	...
Alquileres (incluidos impuestos) y agua	41,3	49,4	57,0	64,9	82,7	103,7	109,3	117,7	130,4	...	...
Bienes de consumo duradero	57,0	65,4	82,9	93,8	105,0	112,1	123,1	132,5	141,1	...	...
Otros bienes y servicios	187,8	189,7	234,5	272,7	323,7	357,0	412,3	458,2	528,6	...	...
TOTAL	667,9	743,2	887,0	1.012,9	1.140,0	1.250,7	1.378,8	1.522,2	1.702,9	1.968,5	2.350,4

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Productos alimenticios	44,5	42,7	41,4	40,9	39,2	38,3	37,6	40,0	39,1	...	...
Vestido y otros efectos personales	12,7	13,0	13,0	12,9	13,0	12,8	12,7	13,5	13,9	...	...
Alquileres (incluidos impuestos) y agua	6,2	6,5	6,2	6,2	7,1	8,1	7,8	7,7	7,7	...	...
Bienes de consumo duradero	8,5	8,7	9,3	9,2	9,2	8,9	8,8	8,7	8,3	...	...
Otros bienes y servicios	28,1	29,1	30,1	30,8	31,5	31,9	33,1	30,1	31,0	...	...
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Formación interior bruta de capital. Financiación y clasificación por productos

	Financiación en pesetas corrientes										Miles de millones de pesetas
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Financiación por las administraciones públicas	36,5	51,2	57,4	64,7	83,0	77,9	97,9	96,7	82,3	95,7	...
Financiación por las sociedades, empresas individuales, economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	184,9	213,8	248,2	287,0	261,5	310,3	346,4	416,1	503,2	591,9	...
Ahorro de las sociedades públicas y privadas	49,2	55,8	60,2	64,4	49,5	71,9	75,1	85,0	97,7	127,8	...
Ahorro de las economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	77,0	90,3	108,6	128,8	103,9	116,2	129,4	168,1	215,3	249,6	...
Amortización y otras previsiones de explotación	58,7	67,7	79,4	93,8	108,1	122,2	141,9	163,0	190,2	214,5	...
Financiación por el resto del mundo	14,5	2,7	32,8	38,1	36,0	25,9	38,0	8,5	— 44,2	— 25,2	...
Préstamo neto a la nación	11,1	— 2,0	29,4	33,8	28,3	16,9	27,5	— 5,0	— 59,9	— 43,1	...
Transferencias netas de capital a la nación	3,4	4,7	3,6	4,3	7,7	9,0	10,5	13,5	15,7	17,9	...
TOTAL	235,9	267,7	338,4	389,8	380,5	414,1	482,3	521,3	541,3	662,4	824,6

	Clasificación por productos en pesetas de 1964										Miles de millones de pesetas
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Formación bruta de capital fijo	212,6	244,9	283,3	314,7	320,1	328,9	369,5	383,7	377,5	434,3	...
Viviendas	55,7	63,0	61,0	59,6	52,8	57,2	62,6	61,3	57,8	59,6	...
Resto de construcción, incluidos terrenos	61,5	73,9	82,1	91,7	106,9	109,4	117,4	123,5	125,4	138,0	...
Material de transporte y diversos	95,4	108,0	140,2	163,4	160,4	162,3	189,5	198,9	194,3	236,7	...
Variación de existencias	34,1	22,8	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	33,1	32,7	41,5	...
TOTAL	246,7	267,7	325,1	366,1	351,2	362,1	405,1	416,8	410,2	475,8	549,5

(a) Provisional.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Formación interior bruta de capital. Clasificación por instituciones (a)

	Pesetas corrientes							Miles de millones de pesetas			
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Formación de capital fijo	203,0	244,8	294,7	334,8	346,9	377,0	441,1	...	...	...	...
Empresas privadas	154,2	185,1	221,6	248,9	249,6	276,2	313,4	...	...	...	...
Empresas públicas	25,8	28,4	36,6	40,2	47,3	53,5	70,5	...	...	...	...
Administraciones públicas	23,0	31,3	36,5	45,7	50,0	47,3	57,2	...	...	...	...
2. Variación de existencias	32,9	22,9	43,7	55,0	33,6	37,1	41,2	...	...	...	...
Empresas privadas	29,7	19,4	33,9	47,1	28,6	31,4	34,1	...	...	...	...
Empresas públicas	3,2	3,5	9,8	7,9	5,0	5,7	7,1	...	...	...	...
TOTAL	235,9	267,7	338,4	389,8	380,5	414,1	482,3	...	...	...	...

Pesetas de 1964											
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Formación de capital fijo	213,0	244,8	283,3	314,7	320,1	329,0	369,5	...	...	...	...
Empresas	184,2	213,5	248,9	273,4	275,4	288,7	321,4	...	...	...	...
Administraciones públicas	28,8	31,3	34,4	41,3	44,7	40,3	48,1	...	...	...	...
2. Variación de existencias	33,7	22,9	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	...	...	...	...
TOTAL	246,7	267,7	325,1	366,1	351,2	362,1	405,1	...	...	...	...

(a) Desde la publicación de las cifras definitivas de la Contabilidad Nacional de 1970, el INE ha dejado de proporcionar los datos incluidos en este Apéndice.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1969).

Precios de los componentes del P. N. B.

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado	8,4	6,3	10,4	6,2	6,0	4,6	3,5	5,7	7,9	8,2	10,6
Importaciones de bienes y servicios	1,9	2,3	3,8	4,0	3,4	12,1	3,5	7,3	6,3	3,3	10,6
Recursos=Empleos	7,7	5,8	9,4	5,9	5,7	5,6	3,5	5,8	7,2	7,5	10,4
Consumo privado	7,8	6,4	11,6	6,3	5,7	5,3	3,0	6,3	8,4	8,4	11,9
Consumo público	12,0	7,6	11,5	15,7	17,2	7,6	8,6	6,5	8,5	11,4	10,4
Formación bruta de capital fijo	7,2	4,7	4,1	2,3	1,9	5,8	4,2	5,2	5,6	5,6	7,8 (c)
Variación de existencias . . . . .	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportación de bienes y servicios	6,2	2,9	8,3	5,2	2,0	6,2	2,4	5,0	6,2	5,9	14,9

(a) Provisional.
 (b) Avance.
 (c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Sector primario. Composición del valor de la producción total (a)

Campaña agrícola	Pesetas corrientes							Miles de millones de pesetas		
	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70	1970-71	1971-72	1972-73 (b)
Agricultura	189,3	177,7	197,3	223,1	222,0	253,7	254,4	258,0	292,3	333,1
Cereales, leguminosas y paja	64,2	59,2	65,8	71,0	73,1	87,4	87,4	79,7	101,2	100,9
Feculentas	14,1	13,5	17,5	19,9	13,9	19,8	19,8	20,2	18,8	23,8
Vino y subproductos	10,2	15,7	11,9	14,7	13,5	15,6	14,1	14,0	18,3	25,8
Aceite y subproductos	19,0	3,9	11,6	15,8	10,2	17,8	14,3	18,7	16,2	24,4
Hortalizas	23,4	22,6	24,8	27,8	28,8	30,4	32,5	37,8	37,0	43,0
Frutas	29,0	31,4	33,1	38,5	38,2	40,7	46,8	44,4	52,4	61,5
Cultivos industriales	9,7	9,1	10,3	10,5	11,1	12,6	12,4	13,8	14,8	14,2
Resto (c)	19,7	22,3	22,3	24,9	25,2	29,4	27,1	29,4	33,6	39,5
Ganadería	117,7	115,7	132,0	154,3	152,6	162,5	174,1	183,2	194,3	212,2
Carne	43,0	44,3	53,0	65,1	69,8	75,6	83,9	88,4	94,4	106,1
Leche	18,0	20,7	24,3	29,1	28,8	31,7	34,5	37,1	42,8	49,9
Huevos	16,3	14,4	17,8	16,4	16,9	16,9	16,9	17,8	17,9	17,4
Trabajo de ganado	25,3	26,9	27,9	28,6	27,5	28,8	26,7	29,1	29,0	27,9
Resto (d)	15,1	9,4	9,0	15,1	9,6	9,5	10,1	9,9	10,3	10,9
Forestal	12,8	13,6	14,8	15,7	17,3	17,5	18,7	19,9	22,9	21,6
Pesca (e)	11,3	12,4	15,3	16,5	19,8	21,6	22,3	25,9	33,3	...
TOTAL	331,1	319,4	359,4	409,6	411,7	455,3	469,5	486,1	542,8	...

(a) No se descuenta los autoconsumos de las explotaciones.

(b) Avance.

(c) Condimentos, varios, praderas artificiales y forrajes, pasto y semilla.

(d) Lana, miel y cera, estiércol.

(e) No se dispone de una serie temporal del valor de la producción anual pesquera obtenible a partir de la Contabilidad Nacional. Se ha optado por tomar los valores anuales de la pesca marítima desembarcada, procedentes de la Dirección General de Pesca Marítima y recogidos en el «Boletín del Instituto Nacional de Estadística». Los valores corresponden al primero de los dos años que forman la campaña agrícola.

FUENTE: Ministerio de Agricultura e Instituto Nacional de Estadística.

Sector primario. Principales producciones físicas

Campaña agrícola	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70	1970-71	1971-72	1972-73	1973-74 (a)
Agricultura:											
Trigo (millones de Qm.)	48,6	39,7	47,1	48,8	56,0	53,1	46,2	40,6	54,6	45,6	39,1
Cebada (millones de Qm.)	20,7	16,9	18,9	20,1	26,3	34,4	39,7	31,0	47,8	43,6	44,1
Maíz (millones de Qm.)	11,7	12,0	11,4	11,5	12,0	14,7	15,1	18,2	20,6	19,2	20,5
Patata (millones de Qm.)	50,7	42,5	40,8	41,7	45,1	45,5	47,9	54,3	47,8	52,7	53,6
Vino (millones de Hl.)	25,8	34,9	26,5	36,4	23,1	23,1	24,5	24,3	24,0	26,6	39,9
Aceite (b) (millones de Qm.)	6,4	1,1	2,3	4,6	2,6	4,8	3,8	3,8	3,4	4,4	4,1
Naranja (millones de Qm.)	18,2	16,2	17,6	20,0	18,2	16,2	21,9	16,2	17,7	22,4	19,3
Remolacha (millones de Qm.)	27,5	33,3	36,8	40,4	42,8	46,2	49,8	54,3	62,1	52,2	57,6
Ganadería:											
Carne:											
<i>Vacuno</i> (miles de Tm.)	172	225	177	198	215	243	256	308	324	303	371
<i>Porcino</i> (miles de Tm.)	311	317	266	367	417	419	436	492	475	461	589
<i>Ovino</i> (miles de Tm.)	104	117	122	121	122	118	117	127	124	126	131
<i>Aves</i> (miles de Tm.)	128	141	147	213	257	257	297	316	318	329	345
Leche (c) (millones de lts.)	1.672	2.690	2.712	3.071	3.356	3.679	3.968	4.895	4.800	5.045	5.331
Huevos (millones de docenas)	579	531	535	555	546	546	610	612	616	621	...
Forestal:											
Madera (millones de m³)	5,3	5,6	5,7	6,1	5,9	6,2	6,4	8,6	...	...	...
Pastos (d) (millones de Ha.)	20,8	20,6	21,0	22,1	20,5	20,4	20,2	18,0	...	...	...
Pesca (e) (miles de Tm.)	946	1.020	1.121	1.120	1.152	1.185	1.195	1.202	1.204	...	...

(a) Provisional.

(b) De olivo y orujo.

(c) Incluye vaca, oveja y cabra, excluyéndose el autoconsumo de las crías.

(d) Prados naturales y pastizales. La cifra de la campaña 1970-71 no es comparable con la de años anteriores, al variar los criterios de estimación.

(e) Las cifras corresponden al primero de los dos años comprendidos en cada campaña agrícola.

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Servicio Sindical de Estadística e Instituto Nacional de Estadística.

Producción industrial. Índices medios anuales por grupos (a)

Índice base 100: 1962

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Índice general (a)	112,5	125,0	142,4	164,3	173,8	186,3	215,3	237,8	242,8	248,1	326,8
Industrias extractivas	100,4	98,4	104,6	105,5	104,8	109,1	108,0	105,9	108,1	110,6	100,9
Agua, gas y electricidad	112,8	128,5	137,9	163,8	176,6	199,0	226,2	245,0	270,0	296,4	330,5
Industrias manufactureras	113,3	126,6	145,3	168,3	178,3	190,7	221,9	246,3	250,1	295,1	343,3
Alimentación, bebidas y tabacos	121,4	129,5	143,7	153,8	171,6	181,7	201,4	249,7	231,8	241,5	300,7
Textiles	103,3	108,7	109,7	116,7	116,3	110,5	128,7	134,0	135,2	141,0	142,7
Vestido y calzado	110,6	125,4	143,4	171,1	174,0	199,8	218,9	224,9	228,4	257,1	250,8
Metálicas básicas	109,9	123,2	149,3	166,5	190,7	225,6	271,3	311,7	307,1	391,6	469,3
Transformados metálicos	117,4	142,2	175,6	222,1	227,5	238,8	289,4	310,9	318,1	395,4	480,0
Químicas	112,4	128,4	147,4	166,7	186,9	223,3	256,6	268,4	293,4	362,3	401,2
Otras industrias manufactureras	111,2	120,3	136,6	160,0	166,2	173,3	194,5	222,3	233,8	271,6	303,7

(a) Excluida la construcción.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores

Construcción de viviendas

Miles de viviendas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Calificaciones provisionales . . .	301,5	393,8	127,2	103,5	147,7	288,4	165,6	273,2	211,4	202,8	276,0
2. Viviendas protegidas en construcción (a)	375,5	504,1	561,5	408,8	344,5	429,3	471,0	420,1	411,2	409,4	436,4
3. Viviendas protegidas terminadas	187,9	231,2	240,8	211,4	132,1	133,4	158,0	185,3	190,7	190,8	177,6
4. Viviendas libres terminadas	18,8	25,7	42,5	57,0	72,4	114,7	112,3	122,8	128,2	145,9	171,2
5. Viviendas terminadas (3+4)	206,7	256,9	283,3	268,4	204,5	248,1	270,3	308,1	318,9	336,7	348,8

Consumo aparente de cemento

Miles de toneladas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Producción interna	7.123,0	8.177,3	9.839,8	11.812,0	13.099,4	14.908,3	16.012,7	16.536,1	16.993,2	19.441,0	36.098,8
2. Importaciones . . . . .	...	1.170,2	1.960,5	1.121,4	604,7	156,2	222,6	125,6	66,5	41,3	179,0
3. Exportaciones . . . . .	...	6,7	7,7	9,2	13,0	58,8	89,3	146,6	610,9	722,1	876,4
4. Consumo aparente (1+2—3) . . . . .	...	9.280,8	11.792,6	12.924,2	13.691,1	15.005,7	16.146,0	15.516,1	16.448,8	18.760,2	35.401,4

Consumo aparente de acero

Miles de toneladas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Producción interna	3.150	3.515	3.847	4.512	5.083	6.019	7.394	8.025	9.532,5	10.520,8
2. Importaciones	1.248	2.851	2.317	1.802	1.380	2.244	2.535	1.158	1.468,9	1.460,4
3. Exportaciones	113	24	54	74	100	165	330	1.186	1.851,2	2.204,0
4. Consumo aparente (1+2—3)	4.285	6.342	6.110	6.240	6.363	8.098	9.599	7.997	9.150,2	9.777,2

Indice de edificación y construcción

Indice base 100: 1962

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Indice de edificación y construcción (b)	113,5	134,2	146,4	157,3	159,1	169,5	182,1	188,2	199,6	211,5	278,2

(a) Medias anuales.

(b) Medias anuales. Producción interna de cemento, fibrocemento, porcelana y azulejos, refractarios y vidrio, incluyéndose también las importaciones de cemento.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística; Grupo de Empresas de Obras Públicas de Ambito Nacional (SEOPAN); Unión de Empresas y Entidades Siderúrgicas (UNESID); Instituto Nacional de la Vivienda; Ministerio de Comercio.

Población activa. Principales componentes (a)

Miles de personas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (b)	1973 (b) (d)
Agricultura y pesca	4.473,7	4.299,6	4.126,2	4.001,1	3.949,1	3.919,1	3.851,5	3.706,3	3.658,2	3.558,0	3.195,8
Industria	4.022,7	4.139,4	4.261,6	4.375,4	4.454,6	4.515,7	4.600,7	4.746,4	4.786,0	4.858,5	4.605,6
Extractivas	172,4	164,1	155,9	147,9	140,1	134,5	129,3	120,7	118,6	...	...
Manufactureras	2.871,0	2.968,9	3.070,6	3.153,6	3.187,2	3.231,0	3.298,8	3.437,8	3.473,6	...	...
Construcción y obras públicas	896,7	923,0	950,6	987,9	1.030,1	1.061,7	1.083,1	1.096,5	1.101,5	1.122,8	1.211,0
Agua, gas y electricidad	82,6	83,4	84,5	85,7	87,2	88,5	89,5	91,6	92,3	...	...
Servicios	3.452,3	3.593,0	3.738,3	3.853,9	3.940,5	4.027,6	4.104,3	4.279,5	4.354,4	4.494,5	4.969,9
TOTAL	11.948,7	12.032,0	12.126,1	12.230,4	12.344,2	12.462,4	12.556,5	12.732,2	12.798,6	12.911,0	12.771,3

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (b)	1972 (b)	1973
Agricultura y pesca	37,4	35,7	34,0	32,7	32,0	31,5	30,7	29,1	28,6	27,6	25,0
Industria	33,7	34,4	35,1	35,8	36,1	36,2	36,6	37,3	37,4	37,6	36,1
Extractivas	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	...	...
Manufactureras	24,0	24,7	25,3	25,8	25,9	25,9	26,3	27,0	27,1	...	...
Construcción y obras públicas	7,5	7,7	7,8	8,1	8,4	8,5	8,6	8,6	8,6	8,7	9,5
Agua, gas y electricidad	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	...	...
Servicios	28,9	29,9	30,9	31,5	31,9	32,3	32,7	33,6	34,0	34,8	38,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tasa de actividad (c)	38,17	38,01	37,95	37,84	36,93	37,68	37,60	37,43	37,60	37,60	37,20

(a) Media de las cifras del cuarto trimestre del año correspondiente y del precedente.

(b) Avance.

(c) Relación entre la población activa y la población total.

(d) Semisuma del primero y segundo semestre de 1972.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, «Encuesta de Población Activa», 1972.

Paro estimado. Cifras absolutas y su relación con la población activa

Medias anuales	Cifras absolutas										Miles de personas
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Agrícola	65,9	80,6	84,3	48,4	38,7	50,1	42,3	31,4
No agrícola	84,0	106,9	161,8	147,0	138,6	190,5	194,0	149,0
Construcción	50,1	46,2	45,8	75,8	73,5	51,6
Resto de la industria	80,3	72,4	64,9	80,3	80,6	63,9
Servicios	31,4	28,4	27,9	34,4	39,8	33,5
TOTAL	119,0	154,0	188,2	149,9	187,5	246,1	195,4	177,3	240,6	236,2	180,4

Medias anuales	Porcentaje sobre el correspondiente grupo de población activa (a)										
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973 (b)
Agrícola	1,65	2,04	2,15	1,26	1,05	1,37	1,19	0,98
No agrícola	1,02	1,27	1,89	1,69	1,53	2,08	2,07	1,56
Construcción	4,72	4,27	4,18	6,88	6,55	4,26
Resto de la industria	2,32	2,06	1,82	2,18	2,16	1,88
Servicios	0,78	0,69	0,65	0,79	0,89	0,67
TOTAL	1,00	1,28	1,55	1,23	1,52	1,97	1,56	1,39	1,88	1,83	1,41

(a) Los porcentajes se han obtenido dividiendo la media anual de paro por la cifra de población activa de cada sector presentada en el Apéndice 14.
(b) Avance.

Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas

Medias anuales de los principales sectores

Retribución media por hora trabajada

Pesetas/hora

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Industria (sin construcción)	19,14	22,29	26,05	28,75	32,36	36,11	41,04	46,59	54,49	65,11
Extractivas	24,34	30,01	36,21	40,16	46,03	52,43	58,98	65,47	76,26	95,33
Agua, gas y electricidad	23,78	28,12	35,68	42,27	46,03	51,23	59,21	70,63	85,69	98,87
Manufactureras	18,60	21,58	25,12	27,63	31,13	34,67	39,43	44,79	52,23	62,77
Construcción	14,17	16,49	18,99	22,45	24,86	27,36	31,59	36,51	43,06	51,66
Comercio, banca y seguros	22,12	25,19	30,04	35,43	38,67	43,82	49,19	56,13	64,95	77,30
TOTAL (a)	18,36	21,31	24,94	28,82	31,44	35,12	40,09	45,73	53,55	64,14

Media anual de los cuatro trimestres

Horas trabajadas (normales y extraordinarias)

Millones de horas

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Industria (sin construcción)	377,2	396,3	397,7	394,5	389,1	392,4	402,2	404,7	406,3	404,2
Extractivas	24,5	24,0	21,8	21,4	20,2	20,1	19,9	19,1	18,4	16,3
Agua, gas y electricidad	12,0	12,2	11,9	11,7	11,9	12,3	12,9	13,0	13,0	12,5
Manufactureras	340,7	360,1	364,0	361,4	357,0	360,0	369,4	372,5	374,9	375,4
Construcción	110,1	119,1	118,3	112,7	109,0	106,6	101,8	99,1	92,9	92,8
Comercio, banca y seguros	44,9	46,5	48,7	48,8	49,5	50,5	52,8	54,5	55,2	56,1
TOTAL (a)	532,2	561,9	564,7	556,0	547,6	549,5	556,8	558,3	554,4	553,1

(a) De los sectores que incluye la encuesta.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, «Encuesta trimestral de salarios».

Salarios. Agrícolas e industriales
Medias anuales

Indice base 100: 1963

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Salarios agrícolas	100,0	110,9	122,0	139,5	155,1	168,9	184,4	211,9	230,8	264,8	315,5
Salarios industriales (a)	100,0	115,2	135,9	157,5	182,2	196,6	214,8	251,5	287,8	338,4	395,9
Salarios de las industrias manufac- tureras	100,0	115,0	135,1	157,4	181,7	195,7	213,1	251,1	288,0	338,6	395,8

(a) Excluida la construcción. Incluye los salarios de las industrias manufactureras.

FUENTE: Ministerio de Agricultura, «La Coyuntura Agraria». Instituto Nacional de Estadística.

Coste de la vida. General y componentes

Medias anuales

Índice base 100: 1968

	Ponderación	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Índice general	100,00	69,6	74,5	84,3	89,6	95,3	100,0	102,2	108,0	116,9	126,6	141,1
Productos alimenticios	49,39	72,5	76,2	88,2	92,2	95,7	100,0	102,0	105,7	113,9	124,3	140,2
Productos no alimenticios	50,61	67,0	72,8	80,5	87,1	94,9	100,0	102,4	110,2	119,9	128,8	141,9
Vestido y calzado	13,94	61,4	69,7	78,5	86,2	96,1	100,0	102,5	112,1	121,5	132,2	151,2
Vivienda	7,95	68,4	72,2	79,8	86,1	93,6	100,0	101,4	106,3	112,6	118,3	130,5
Gastos de casa	9,89	77,1	83,1	89,0	92,7	96,8	100,0	101,0	107,3	115,5	122,3	131,5
Gastos diversos	18,83	65,3	70,7	77,1	84,6	93,5	100,0	103,5	112,3	124,1	134,1	145,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Precios al por mayor. General y principales componentes

Medias anuales

Indice base 100: 1955

	Ponde- ración	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Indice general	100,0	164,0	168,7	185,8	190,6	191,6	196,0	200,9	204,2	215,8	232,1	254,4
Alimentos, bebidas y tabacos	52,3	177,1	180,8	209,2	215,6	216,3	222,9	228,3	228,4	244,9	265,7	293,4
Componentes no alimenticios	47,7	149,7	156,2	160,1	163,1	164,6	166,0	170,9	180,0	183,9	195,2	211,6
Textiles	13,4	126,9	131,3	132,1	134,3	136,3	134,6	135,7	138,5	139,1	145,9	...
Cueros, pieles y derivados	2,6	161,3	165,9	174,4	192,7	195,3	202,9	226,5	218,2	224,5	290,1	...
Materiales de construcción	3,7	150,2	155,3	158,7	161,3	164,3	164,4	166,3	171,8	174,6	179,5	...
Minerales metálicos	1,1	185,9	224,2	241,8	251,6	263,1	265,7	271,5	285,7	286,7	286,8	...
Minerales, productos metálicos y maqui- naria	9,4	149,2	156,1	165,1	168,5	166,5	170,2	176,0	186,2	187,1	190,4	...
Combustibles, lubricantes y energía eléc- trica	9,1	190,6	194,3	197,1	197,4	199,0	201,9	207,0	218,6	239,6	246,1	...
Productos químicos	6,0	129,9	136,4	144,4	145,4	146,4	150,5	152,1	160,7	170,9	173,6	...
Grupos especiales:												
Materias primas	—	149,8	157,2	164,2	167,0	165,2	170,2	179,4	186,8	197,6	210,5	...
Productos acabados	—	148,3	152,5	156,0	159,0	161,0	161,9	164,8	170,9	176,4	183,4	...
Productos agrícolas	—	176,6	177,9	205,4	214,5	212,5	219,2	223,8	224,2	237,0	249,0	272,5
Productos agrícolas industrializados	—	161,0	174,0	188,6	187,8	196,4	201,9	204,7	202,8	215,0	243,0	275,6
Productos industriales	—	149,3	153,8	158,5	161,5	163,6	165,5	169,0	176,0	180,5	190,3	206,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Precios agrícolas. Percibidos y pagados por el agricultor y su índice de paridad

Medias anuales

Índice base 100: 1964

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Índice de precios percibidos	100,0	117,1	121,4	118,5	125,8	131,6	129,1	135,8	150,2	167,7
2. Índice de precios pagados	100,0	103,3	106,2	108,9	110,0	111,8	114,0	119,7	121,4	135,1
3. Índice de paridad (1/2), 100	100,0	113,4	114,3	108,8	114,4	117,7	113,2	113,5	123,7	124,1

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Boletín Mensual de Estadística Agraria.

Balance consolidado del sistema crediticio

Banco de España, banca privada, instituciones de ahorro y crédito oficial

Miles de millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
SECTOR PUBLICO	302,6	28,8	25,9	9,0
CREDITO (NETO)	109,9	— 23,0	— 14,3	15,2
Administración Central	37,2	2,3	— 21,5	15,3
Emisión moneda metálica	24,5	1,0	0,7	0,5
Créditos y anticipos	12,7	1,3	— 22,2	14,8
Organismos oficiales y corporaciones locales	72,7	— 25,3	7,2	— 0,1
Créditos a organismos agrícolas	70,6	— 6,5	0,4	8,5
Créditos a otros organismos y corporaciones	82,6	— 6,8	7,8	7,8
Depósitos	— 80,5	— 12,0	— 1,0	— 16,9
FONDOS PUBLICOS	504,0	71,9	58,0	29,1
BONOS DEL TESORO	— 9,6	—	—	— 9,6
Abonados al Tesoro	— 11,9	—	—	— 11,9
En poder de Banca y Cajas	2,3	—	—	2,3
FINANCIACION AL CREDITO OFICIAL	— 301,7	— 20,1	— 17,8	— 25,7
SECTOR PRIVADO	3.218,9	314,5	455,0	701,1
Créditos y descuentos	2.824,6	265,3	416,3	614,0
Valores industriales	394,3	49,2	38,7	87,1
SECTOR EXTERIOR	328,6	83,7	81,9	63,2
Reservas netas	402,7	100,9	96,1	80,3
Otros saldos exteriores	— 68,5	— 14,7	— 11,8	— 17,5
Contrapartidas exteriores	— 5,6	— 2,5	— 2,4	0,4
ACTIVO REAL	113,9	11,4	14,3	21,5
OTROS ACTIVOS	88,6	25,1	20,2	33,3
Bancos y banqueros (saldo neto)	89,6	11,3	11,1	36,0
Diversas (saldo neto)	— 1,0	13,8	9,1	— 2,7
TOTAL	4.052,6	463,5	597,3	828,1
PASIVO				
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS	3.696,9	465,7	556,8	723,1
Oferta monetaria	1.401,9	173,2	219,6	269,2
Billetes y moneda metálica	387,1	31,3	33,9	58,9
Depósitos a la vista	1.014,8	141,9	185,7	210,3
Depósitos de ahorro	1.106,2	112,3	178,2	170,4
Depósitos a plazo y ahorro vinculado	1.188,8	180,2	159,0	283,5
DEPOSITOS DE IMPORTACIONES	—	— 25,7	—	—
BONOS Y OBLIGACIONES BANCARIAS Y CEDULAS				
E. O. C. (a)	70,4	0,1	1,3	31,9
Bonos y obligaciones bancarias	61,8	0,9	1,5	32,0
Cédulas E. O. C.	8,6	— 0,8	— 0,2	— 0,1
CUENTAS DE CAPITAL	285,3	23,4	39,1	73,1
TOTAL	4.052,6	463,5	597,3	828,1

- (a) Los bonos de caja y las cédulas de los Bancos Hipotecario y de Crédito Local en poder del sistema crediticio están excluidos tanto del activo como del pasivo.

**Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario
y de la base monetaria**

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
I. ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO.				
	221,9	53,8	25,5	21,6
A.1. Efectivo y depósitos (B.1.1.+B.2.1.)	142,2	36,8	29,9	30,6
A.2. Disponibles (B.1.2.+B.2.2.)	79,7	17,0	— 4,4	— 9,0
B.1. Banca	172,8	52,9	— 4,4	13,0
B.1.1. Efectivo y depósitos	109,7	35,5	10,8	25,5
Efectivo	35,7	3,0	5,7	9,5
Depósitos en el Banco España	60,7	32,5	4,3	5,5
Depósitos obl. O. M. 19-X-71	13,2	—	2,8	10,4
B.1.2. Disponibles	63,1	17,4	— 15,2	— 12,5
Créditos con garantía de fondos públicos	52,6	5,8	—	0,2
Otros créditos	1,4	— 0,8	—	—
Redescuento ordinario	0,4	— 6,4	— 2,0	— 6,1
Efectos especiales en cartera (a)	2,2	11,7	— 7,0	— 4,9
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C. en cartera (a)	0,3	7,7	— 7,4	— 0,5
Fondos públicos pignorables en cartera (a)	6,2	— 0,5	1,2	— 1,2
B.2. Cajas de ahorro	49,1	0,9	29,9	8,6
B.2.1. Efectivo y depósitos	32,5	1,3	19,1	5,2
Efectivo	10,9	0,7	2,3	1,4
Depósitos en Banco España	21,6	0,6	16,8	3,8
B.2.2. Disponibles (cuentas de crédito)	16,6	— 0,4	10,8	3,4
II. EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO	— 387,1	— 31,6	— 40,5	— 52,4
III. SECTOR EXTERIOR	389,5	101,0	90,5	78,2
Oro y divisas convertibles (b)	392,8	99,6	95,4	75,6
Acreedores en divisas convertibles	— 0,2	2,9	0,6	0,4
Divisas no convertibles (neto)	1,8	— 1,5	— 2,9	1,8
Otras cuentas (neto)	3,9	2,9	0,3	0,4
Derechos especiales de giro asignados	— 8,8	— 3,0	— 2,9	—
IV. SECTOR PUBLICO	79,5	— 21,6	— 23,5	17,8
Administración Central	37,3	2,4	— 21,5	15,4
Cuentas del Tesoro	3,1	— 11,7	— 22,9	18,9
Moneda metálica	24,6	1,1	0,7	0,6
Servicio financiero deudas	2,4	— 2,1	1,8	— 3,4
Otras cuentas	7,2	— 10,8	— 1,1	— 0,7
Organismos autónomos	42,2	— 23,9	— 2,0	2,4
Créditos a organismos agrícolas	63,1	— 6,4	0,4	8,4
Créditos a otros organismos	15,0	— 13,9	0,2	— 0,1
Depósitos	— 35,9	— 3,6	— 2,6	— 5,9

(a) Automáticamente monetizables en el Banco de España.

(b) Incluidos «Derechos especiales de giro» y «Posición neta en el F. M. I.».

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
V. BONOS DEL TESORO	— 2,2	—	—	— 2,2
En cartera	9,7	—	—	9,7
Abonados al Tesoro	— 11,9	—	—	— 11,9
VI. OTROS FACTORES	— 10,5	5,6	— 7,0	— 11,9
E. O. C.	— 5,9	— 6,0	4,2	— 4,0
Sector privado.	— 12,5	— 7,0	— 1,8	—
Activo real.	0,8	—	0,1	0,3
Cuentas de capital.	— 38,1	1,9	3,6	— 27,9
Desfase contable.	— 4,3	— 0,9	— 0,1	0,2
Diversos no clasificados	49,5	17,5	— 13,0	19,5
VII. CREDITOS AL SISTEMA BANCARIO (A.1.+A.2.=B.1.+B.2.)	157,2	— 25,3	6,0	— 7,9
A.1. Dispuestos (B.1.1.+B.2.1.)	73,0	— 42,4	10,4	1,1
A.2. Disponibles (B.1.2.+B.2.2.)	79,7	17,0	— 4,4	— 9,0
B.1. Banca	134,9	— 24,8	— 4,9	— 11,7
Cuentas con garantía de fondos públicos (límites)	55,9	0,4	0,1	1,1
Otros créditos (límites)	1,7	— 1,5	1,2	— 1,7
Redescuento ordinario (líneas)	6,4	— 22,7	3,0	— 9,0
Redescuento especial (c)	53,9	— 0,5	— 10,5	— 0,9
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C. (c)	10,8	—	0,1	—
Fondos públicos pignorable en cartera de la banca	6,2	— 0,5	1,2	— 1,2
B.1.1. Dispuestos	71,8	— 42,2	10,3	0,8
Cuentas con garantía de fondos públicos	3,3	— 5,3	0,1	0,9
Otros créditos	0,3	— 0,7	1,2	— 1,7
Redescuento ordinario	6,0	— 16,3	5,0	— 2,9
Redescuento especial	51,7	— 12,2	— 3,5	4,0
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C.	10,5	— 7,8	7,5	0,5
B.1.2. Disponibles (detalle en I.B.1.2.)	63,1	17,4	— 15,2	12,5
B.2. Cajas de ahorro	17,8	— 0,6	10,9	3,8
B.2.1. Dispuestos	1,2	— 0,1	0,1	0,4
B.2.2. Disponibles	16,6	— 0,4	10,8	3,4
VIII. BASE MONETARIA (I—II=III a VII)	609,0	85,4	66,0	74,0
1. Base monetaria restringida (I A.1.—II=III a VI+VII A.1.)	529,3	68,4	70,4	83,0
2. Disponibles (I A.2.=VII A.2.)	79,7	17,0	— 4,4	— 9,0

(c) Suma de los efectos redescontados o endosados al Banco de España y de los que tiene la banca en su poder.

Balance ajustado de la banca

Miles de millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	165,2	46,8	9,8	20,9
Caja	35,7	3,0	5,7	9,7
Banco de España: Depósitos	75,0	38,8	4,9	10,2
Banco de España: Disponible	54,5	5,1	— 0,8	1,2
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	20,4	— 23,7	17,3	43,6
Bancos (neto)	79,8	6,3	10,3	37,5
Cajas de ahorro (neto)	— 64,8	— 30,7	7,3	6,3
E. O. E. (neto)	— 1,5	— 0,6	— 3,4	1,4
Operaciones por cuenta de otros bancos	6,9	1,3	3,1	— 1,6
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 51,3	— 15,2	— 8,0	— 13,3
En pesetas (neto)	— 23,8	— 8,4	— 5,8	3,1
En moneda extranjera	— 27,5	— 6,8	— 2,2	— 16,4
Activo	219,0	31,1	60,9	56,9
En pesetas	4,7	0,5	1,3	1,6
En moneda extranjera	214,3	30,6	59,6	55,3
Pasivo	— 270,3	— 46,2	— 68,9	— 70,2
En pesetas	— 28,5	— 8,9	— 7,1	1,5
En moneda extranjera	— 241,8	— 37,3	— 61,8	— 71,7
SECTOR PUBLICO	337,6	53,5	30,2	12,9
Fondos públicos	330,1	53,6	30,2	12,8
Bonos del Tesoro	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	7,5	— 0,1	—	— 0,1
SECTOR PRIVADO	2.190,7	209,2	368,0	510,4
Créditos dispuestos	2.076,5	200,3	351,6	481,8
Efectos	1.337,2	135,4	207,1	266,2
Pólizas	745,3	64,9	144,5	215,6
Principal	2.252,7	227,1	399,6	514,9
Disponible (—)	176,2	— 26,8	— 48,0	33,1
Valores industriales	114,2	8,9	16,4	28,6
De renta fija	3,1	0,3	1,1	0,4
De renta variable	111,1	8,6	15,3	28,2
ACTIVO REAL	52,5	5,2	7,8	11,3
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	2.715,1	275,8	426,1	585,8
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	204,2	18,5	28,1	47,0
DEPOSITOS	2.243,6	294,2	366,1	476,6
A la vista	910,7	129,8	163,1	187,6
De ahorro	542,1	56,7	90,3	72,8
A plazo	790,5	107,8	112,9	216,2
Hasta 2 años	510,3	81,8	65,6	35,8
A más de 2 años	280,2	26,0	47,3	180,4
Ahorro vinculado	0,3	— 0,1	— 0,2	0,1
BONOS DE CAJA	114,6	3,7	21,6	55,1
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	126,0	— 37,9	10,2	1,0
Dispuesto	71,5	— 43,0	11,0	— 0,2
Disponible	54,5	5,1	— 0,8	1,2
DIVERSAS (NETO)	26,7	— 2,7	— 0,9	6,1
Diversas de activo	— 82,0	— 10,4	— 19,8	— 20,7
Diversas de pasivo	66,1	5,6	13,8	19,4
Resultados y reservas no expresas	42,6	2,1	5,1	7,4

Balance ajustado de la banca comercial

Millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACIONES		
		1971	1972	1973
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	154,4	46,8	7,9	16,8
Caja	35,0	3,0	5,6	9,2
Banco de España: Depósitos	67,6	38,0	3,2	7,2
Banco de España: Disponible	51,8	5,8	— 0,9	0,2
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	— 25,5	— 32,5	— 3,5	35,5
Bancos (neto)	33,3	— 4,4	— 11,2	36,2
Cajas de ahorro (neto)	— 64,1	— 28,8	8,0	— 0,4
E. O. C. (neto)	— 1,5	— 0,6	— 3,4	1,4
Operaciones por cuenta de otros bancos	6,7	1,3	3,1	1,8
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 49,2	— 14,2	— 8,7	— 13,5
En pesetas (neto)	— 23,1	— 8,4	— 5,8	3,8
En moneda extranjera (neto)	— 26,1	— 5,8	— 2,9	— 17,3
Activo	198,3	21,2	57,1	48,9
En pesetas	4,6	0,5	1,3	1,5
En moneda extranjera	193,7	20,7	55,8	47,4
Pasivo	— 247,5	— 36,3	— 65,8	— 62,4
En pesetas	— 27,7	— 8,9	— 7,1	2,3
En moneda extranjera	— 219,8	— 27,4	— 58,7	— 64,7
SECTOR PUBLICO	331,3	52,9	29,2	11,3
Fondos públicos	323,8	53,0	29,2	11,2
Bonos del Tesoro	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	7,5	0,1	—	0,1
SECTOR PRIVADO	1.865,1	177,8	303,5	397,2
Créditos dispuestos	1.782,5	171,1	294,1	377,7
Efectos	1.236,8	123,1	195,3	247,0
Pólizas	545,7	48,0	98,8	130,7
Principal	1.932,0	195,8	332,6	403,4
Disponible (—)	149,5	— 24,7	— 38,5	25,7
Valores industriales	82,6	6,7	9,4	19,5
De renta fija	2,2	0,2	0,7	0,3
De renta variable	80,4	6,5	8,7	19,2
ACTIVO REAL	47,4	4,7	6,8	9,6
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	2.323,5	235,5	336,6	456,9
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	159,5	10,4	20,7	33,3
DEPOSITOS	2.037,7	259,0	311,7	413,3
A la vista	865,0	120,8	156,2	175,4
De ahorro	533,5	55,8	89,3	71,5
A plazo	638,9	82,6	66,1	166,4
Hasta 2 años	506,1	81,8	64,4	33,8
A más de 2 años	132,8	—	0,1	132,6
Ahorro vinculado	0,3	— 0,1	— 0,2	— 0,1
BONOS DE CAJA	—	—	—	—
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	101,0	43,2	7,6	+ 0,5
Dispuesto	49,2	47,4	8,5	0,1
Disponible	51,8	— 4,2	— 0,9	0,4
DIVERSAS (NETO)	25,3	— 2,3	— 3,2	9,8
Diversas de activo	— 75,1	— 8,5	— 19,2	— 16,6
Diversas de pasivo	57,6	3,9	10,9	16,7
Resultados y reservas no expresas	42,7	2,3	5,1	9,6

Balance ajustado de la banca industrial

Millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACIONES		
		1971	1972	1973
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	10,8	—	1,9	4,1
Caja.	0,7	—	0,1	0,3
Banco de España: Depósitos	7,4	0,8	0,7	3,0
Banco de España: Disponible.	2,7	— 0,8	0,1	0,8
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	45,9	8,8	20,8	8,1
Bancos (neto)	46,5	10,7	21,5	1,3
Cajas de ahorro (neto).	— 0,7	— 1,9	— 0,7	6,7
E. O. C. (neto).	—	—	—	—
Operaciones por cuenta de otros bancos	0,2	—	—	—
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 2,1	— 1,0	— 0,7	0,2
En pesetas (neto)	— 0,7	—	—	— 0,7
En moneda extranjera (neto)	— 1,4	— 1,0	— 0,7	0,9
Activo	20,7	9,9	— 3,8	8,0
<i>En pesetas</i>	0,1	—	—	0,1
<i>En moneda extranjera</i>	20,6	9,9	— 3,8	7,9
Pasivo	— 22,8	— 10,9	3,1	— 7,8
<i>En pesetas</i>	— 0,8	—	—	— 0,8
<i>En moneda extranjera</i>	— 22,0	— 10,9	3,1	— 7,0
SECTOR PUBLICO	6,3	0,6	1,0	1,6
Fondos Públicos.	6,3	0,6	1,0	1,6
Bonos del Tesoro.	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	—	—	—	—
SECTOR PRIVADO	325,6	31,4	64,5	113,2
Créditos dispuestos	294,0	29,2	57,5	104,1
<i>Efectos</i>	94,4	12,3	11,8	19,2
<i>Pólizas</i>	199,6	16,9	45,7	84,9
<i>Principal</i>	320,7	31,3	67,0	11,5
<i>Disponible (—)</i>	26,7	— 2,1	— 9,5	7,4
Valores industriales.	31,6	2,2	7,0	9,1
<i>De renta fija</i>	0,9	0,1	0,4	0,1
<i>De renta variable</i>	30,7	2,1	6,6	9,0
ACTIVO REAL	5,1	0,5	1,0	1,7
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	391,6	40,3	88,5	128,9
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	44,7	8,1	7,4	13,7
DEPOSITOS	205,9	35,2	54,6	63,3
A la vista	45,7	9,0	6,9	12,2
De ahorro	8,6	0,9	1,0	1,3
A plazo	151,6	25,2	46,8	49,8
<i>Hasta 2 años</i>	4,2	—	— 1,2	2,0
<i>A más de 2 años</i>	147,4	26,0	47,2	47,8
Ahorro vinculado	—	—	—	—
BONOS DE CAJA	114,6	3,7	21,6	55,1
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	25,0	— 5,3	2,6	0,5
Dispuesto.	22,3	— 4,4	2,5	— 0,3
Disponible	2,7	— 0,9	0,1	0,8
DIVERSAS (NETO)	1,4	— 0,4	2,3	— 3,7
Diversas de activo	— 6,9	— 1,9	— 0,6	— 4,1
Diversas de pasivo	8,5	1,7	2,9	2,7
Resultados y reservas no expresas	— 0,1	— 0,2	—	— 2,2

Balance consolidado de las instituciones de ahorro
Caja Postal, Confederación y Cajas confederadas

Miles de millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
CAJAS Y BANCOS	118,0	35,1	17,2	8,0
Efectivo en caja	11,4	— 1,1	2,7	1,2
Banco de España: Depósitos	21,3	0,7	16,4	3,8
Banco de España: Disponible	16,6	— 0,4	10,7	3,5
Banca: Depósitos (a)	68,7	34,0	— 12,6	— 0,5
Banca: Otros disponibles	—	—	—	—
Entidades oficiales de crédito: Depósitos	—	— 0,3	—	—
SECTOR PUBLICO	185,7	18,8	25,9	19,0
Pagarés del Tesoro	2,3	—	—	2,3
Fondos públicos	180,1	18,8	27,5	16,1
Crédito a corporaciones locales y organismos públicos	2,3	—	0,2	0,6
Crédito a E. O. C.	1,0	—	— 1,8	—
SECTOR PRIVADO	829,3	99,5	127,8	180,5
Crédito a particulares y empresas	490,7	54,7	68,2	105,7
Hipotecarios	280,9	36,6	44,8	58,9
Otros	193,4	16,0	23,4	46,0
Con fondos del Banco de Crédito Agrícola	16,4	2,1	—	0,8
Valores industriales	338,6	44,8	59,6	74,8
ACTIVO REAL	59,0	5,5	6,3	9,8
TOTAL	1.192,0	158,9	177,2	217,3
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	57,7	6,0	10,2	13,7
Patrimonio y reservas	55,6	6,0	10,2	13,7
Fondo de regularización	2,1	—	—	—
DEPOSITOS	1.106,8	149,7	153,2	201,5
Depósitos de particulares y empresas	1.061,6	141,2	152,6	192,1
A la vista	94,1	12,3	16,8	24,1
De ahorro	564,1	55,7	88,0	97,5
A plazo	397,0	73,0	46,6	71,0
Ahorro vinculado	6,4	0,2	1,2	— 0,5
Depósitos de entidades y organismos públicos	44,7	8,5	— 1,5	11,0
Depósitos de E. O. C.	0,5	—	2,1	— 1,6
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	17,8	— 0,5	10,8	4,0
Dispuesto	0,5	— 0,1	0,1	0,2
Disponible	16,6	— 0,4	10,7	3,5
Endoso de pólizas de crédito agrícola y pesquero	0,7	—	—	0,3
OTROS CREDITOS	16,9	2,1	0,1	0,6
OTRAS CUENTAS (NETAS) Y AJUSTE	— 7,2	1,6	2,9	— 2,5
TOTAL	1.192,0	158,9	177,2	217,3

(a) Cifras obtenidas por diferencia.

Balance consolidado del crédito oficial

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
ACTIVO				
CAJA Y BANCOS	9,9	6,1	— 1,7	0,3
Efectivo en caja	0,1	»	0,1	— 0,2
Banca: Depósitos	2,9	0,2	3,5	— 2,7
Cajas de ahorro: Depósitos	0,5	»	2,0	— 1,6
Banco de España: Depósitos	6,4	3,5	— 4,3	4,8
Banco de España: Disponible	—	2,4	— 3,0	—
SECTOR PUBLICO	65,3	7,1	7,4	7,8
Créditos	65,3	7,1	7,4	7,8
Fondos públicos	»	»	»	»
SECTOR PRIVADO	258,2	11,6	— 4,8	19,9
Créditos	258,2	11,6	— 4,8	19,9
Valores industriales	»	»	»	»
Valores extranjeros	»	»	»	»
PRIMAS Y SUBVENCIONES Y OTROS DEUDORES	13,2	0,7	12,5	— 0,5
ACTIVO REAL	1,5	0,6	0,2	—
TOTAL	348,1	26,1	13,6	27,5
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	5,4	1,8	— 0,2	1,6
Patrimonio	4,5	0,5	0,1	0,5
Resultados pendientes de aplicación	0,9	0,5	0,5	1,1
Menos: Entregas al Tesoro a cuenta	—	0,8	— 0,8	—
TESORO PUBLICO	301,7	20,2	17,8	25,8
Dotaciones	295,3	22,4	18,0	20,9
Otros conceptos	6,4	— 2,2	— 0,2	4,9
SISTEMA FINANCIERO	4,3	—	— 4,8	— 0,1
Banco de España: Dispuesto	—	— 2,5	0,1	— 0,1
Banco de España: Disponible	—	2,5	— 3,0	—
Banca y cajas de ahorro	4,3	»	— 1,9	—
EMPRESTITOS	21,5	— 0,3	— 0,5	— 0,6
FINANCIACION EXTERIOR	6,3	1,0	0,1	0,4
ACREEDORES	8,9	3,4	1,2	0,4
TOTAL	348,1	26,1	13,6	27,5

Crédito al sector privado clasificado por plazos y circuitos

Miles de millones de pesetas

	V A R I A C I O N E S									Saldos a 31 de diciembre de 1973		
	1971			1972			1973					
	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo
Crédito sector privado	265,3	179,3	86,0	428,4	285,2	143,2	614,0	429,6	184,4	2.836,7	1.917,6	919,1
Privilegiados	75,8	4,7	71,1	92,2	6,6	85,6	126,8	7,4	119,4	784,1	74,6	709,5
Otros	189,5	174,6	14,9	336,2	278,6	57,6	487,2	422,2	65,0	2.052,6	1.843,0	209,6
Banco de España	—0,8	—0,8	—	—1,2	— 1,2	—	—0,3	—0,3	—	—	—	—
Privilegiados	—0,8	—0,8	—	—1,2	—1,2	—	—0,3	—0,3	—	—	—	—
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Banca comercial	172,3	164,1	8,2	295,9	257,6	38,3	382,8	343,4	39,4	1.794,8	1.661,5	133,3
Privilegiados	20,4	6,8	13,6	38,6	6,7	31,9	43,5	6,0	37,5	155,7	30,9	124,8
Otros	151,9	157,3	—5,4	257,3	250,9	6,4	339,3	337,6	1,9	1.639,1	1.630,6	8,5
Banca industrial	29,5	11,3	18,2	58,3	18,0	40,3	105,7	46,8	58,9	297,5	138,7	158,8
Privilegiados	3,9	—3,2	7,1	1,3	—	1,3	3,3	0,8	2,5	26,7	1,0	25,7
Otros	25,6	14,5	11,1	57,0	18,0	39,0	102,4	46,0	56,4	270,8	137,7	133,1
Caja de ahorro	54,7	3,4	51,3	68,2	9,8	58,4	105,7	38,8	66,9	490,7	79,6	411,1
Privilegiados	42,7	0,6	42,1	46,3	0,1	46,2	60,2	—	60,2	348,0	4,9	343,1
Otros	12,0	2,8	9,2	21,9	9,7	12,2	45,5	38,8	6,7	142,7	74,7	68,0
E. O. C.	9,6	1,3	8,3	7,2	1,0	6,2	19,5	0,3	19,2	253,7	37,8	215,9
Privilegiados	9,6	1,3	8,3	7,2	1,0	6,2	19,5	0,3	19,2	253,7	37,8	215,9
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Base Monetaria

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	158,1	188,4	221,7	220,1	256,9	277,2	306,1	317,0	391,0	475,6	554,5	603,8
Febrero	160,4	190,2	215,2	219,5	259,6	278,7	312,3	305,8	392,7	465,4	551,2	604,3
Marzo	159,9	196,6	217,1	215,2	261,4	283,7	311,0	314,0	409,4	483,7	558,2	611,6
Abril	156,5	199,4	215,1	212,7	257,0	291,8	311,0	314,2	408,3	485,0	552,2	607,8
Mayo	152,0	199,9	212,7	227,2	257,8	288,4	307,0	314,8	421,0	470,7	555,1	...
Junio	152,7	198,2	216,1	228,9	259,9	292,4	317,2	336,9	432,1	488,9	577,8	...
Julio	156,4	204,7	222,0	243,8	266,7	293,9	319,2	351,2	440,9	499,8	611,6	...
Agosto	165,0	214,1	229,7	255,0	272,5	310,1	321,8	359,9	457,9	499,7	586,6	...
Septiembre	171,2	223,0	227,5	260,8	275,0	308,9	324,1	362,5	474,4	509,7	584,1	...
Octubre	173,9	224,3	223,1	252,6	274,5	308,8	317,7	360,9	475,3	506,6	573,3	...
Noviembre	176,5	218,7	221,0	254,1	264,9	299,0	311,0	358,6	469,1	498,1	569,7	...
Diciembre	182,4	217,6	223,3	261,3	278,4	312,3	326,6	382,8	472,9	537,7	608,9	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	155,4	185,8	220,0	219,5	257,5	278,6	307,5	317,3	389,6	472,6	549,9	598,4
Febrero	160,2	190,5	216,6	221,7	263,0	282,8	317,4	311,1	399,5	473,5	560,7	614,7
Marzo	159,3	196,6	218,2	216,9	264,2	286,7	313,5	315,4	410,0	483,7	557,3	610,3
Abril	158,1	202,1	218,9	217,0	262,5	298,0	317,2	320,1	415,8	494,3	563,0	619,5
Mayo	156,4	205,9	219,1	233,8	265,0	296,5	315,8	324,1	434,1	485,7	572,7	...
Junio	158,7	205,2	222,8	234,3	264,0	294,9	218,3	336,9	431,4	488,0	576,9	...
Julio	159,3	207,2	223,1	243,3	264,4	290,3	314,7	345,9	433,6	491,1	601,1	...
Agosto	162,6	209,9	224,1	247,7	264,2	301,1	313,5	352,1	449,2	491,3	577,5	...
Septiembre	166,1	215,8	219,9	252,2	266,3	299,9	315,5	353,8	463,7	498,7	571,9	...
Octubre	171,3	220,6	219,4	248,4	270,6	305,1	314,6	358,6	473,4	505,5	571,7	...
Noviembre	176,2	218,3	221,4	255,8	268,2	304,1	317,4	366,5	479,6	509,3	582,1	...
Diciembre	179,7	214,4	220,3	257,8	274,2	307,3	321,4	376,4	464,2	527,4	597,5	...

Activos líquidos del sistema bancario. Total banca

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	60,2	75,7	89,7	69,7	84,3	84,5	95,4	79,2	136,0	188,3	205,2	199,5
Febrero	61,1	75,8	81,0	68,2	85,3	86,8	99,4	65,9	136,2	157,1	200,0	194,1
Marzo	58,1	80,1	84,7	63,4	85,4	89,0	93,5	74,1	152,8	166,0	193,3	187,1
Abril	55,0	83,0	79,1	57,4	75,4	97,5	94,6	74,2	146,8	164,8	184,1	183,6
Mayo	50,9	82,5	76,7	71,0	78,2	94,3	86,4	73,2	157,5	151,8	186,4	...
Junio	48,6	78,2	76,3	70,1	76,3	89,7	90,3	88,6	160,8	157,7	187,9	...
Julio	47,0	77,2	71,0	72,2	69,0	80,4	79,0	85,1	147,9	144,4	194,2	...
Agosto	53,8	86,2	81,1	86,7	80,6	99,3	85,6	104,4	177,6	160,8	186,1	...
Septiembre	59,4	94,9	78,7	91,4	80,1	99,9	89,9	111,3	196,1	167,3	181,1	...
Octubre	62,9	95,1	73,9	83,1	83,1	99,4	83,4	110,0	194,8	167,6	179,8	...
Noviembre	65,4	90,7	75,3	87,3	77,3	91,0	76,6	110,4	193,7	159,9	173,6	...
Diciembre	65,3	80,7	66,9	79,9	72,6	86,5	75,6	110,4	168,0	162,5	172,7	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	56,2	71,3	85,6	67,4	82,2	82,7	92,6	75,7	127,8	174,9	189,4	183,5
Febrero	59,2	74,0	79,6	67,2	84,0	85,4	97,9	65,0	134,8	155,9	199,0	193,3
Marzo	56,1	77,7	82,8	62,3	84,6	88,2	92,6	73,2	158,7	163,1	189,3	182,8
Abril	54,8	83,7	80,6	58,9	77,5	100,2	96,7	75,5	149,1	167,9	188,0	187,7
Mayo	52,4	84,9	78,6	72,6	79,6	96,0	88,2	75,1	162,2	156,6	192,0	...
Junio	52,8	84,1	81,1	73,3	78,6	91,0	90,8	88,7	161,3	158,6	189,6	...
Julio	52,7	86,1	78,8	79,8	76,0	88,7	87,3	94,2	163,6	159,7	214,9	...
Agosto	53,7	84,8	78,4	82,7	76,3	94,2	81,7	100,7	172,4	156,9	181,8	...
Septiembre	56,4	89,6	73,7	85,1	74,3	92,5	83,2	103,2	182,0	155,5	168,7	...
Octubre	61,0	91,8	71,1	79,7	79,7	95,2	79,7	105,4	187,6	161,8	172,9	...
Noviembre	63,4	87,7	73,2	85,6	76,9	91,8	78,3	113,4	199,1	164,3	177,9	...
Diciembre	67,3	83,9	70,5	85,3	78,2	93,6	82,0	119,3	180,4	173,6	184,1	...

Sistema crediticio. Disponibilidades líquidas
Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	536,1	628,2	761,0	898,4	1.024,5	1.184,4	1.407,1	1.666,4	1.927,1	2.381,6	2.950,2	3.651,0
Febrero	540,7	634,1	766,6	902,4	1.031,0	1.195,7	1.426,0	1.677,5	1.946,5	2.406,6	2.988,0	3.682,5
Marzo	550,9	646,4	772,3	910,7	1.045,7	1.212,4	1.448,7	1.689,6	1.981,6	2.466,2	3.059,5	3.756,2
Abril	556,9	654,3	781,3	915,1	1.054,8	1.225,8	1.462,4	1.692,5	2.009,8	2.498,0	3.094,6	3.811,3
Mayo	560,6	662,8	793,0	920,3	1.061,6	1.241,3	1.479,1	1.706,0	2.040,8	2.538,3	3.152,6	...
Junio	565,7	674,0	808,1	932,4	1.077,5	1.263,8	1.507,5	1.736,3	2.096,3	2.600,2	3.250,1	...
Julio	575,1	685,5	828,1	952,3	1.100,5	1.288,7	1.537,4	1.774,1	2.143,9	2.653,7	3.330,5	...
Agosto	581,6	695,1	838,8	960,3	1.106,6	1.304,6	1.555,4	1.784,2	2.164,5	2.669,2	3.348,0	...
Septiembre	590,2	708,6	849,8	974,5	1.126,2	1.325,4	1.574,7	1.811,7	2.212,6	2.725,1	3.419,2	...
Octubre	597,0	718,8	859,2	982,3	1.137,4	1.343,5	1.594,8	1.830,3	2.238,2	2.756,6	3.464,4	...
Noviembre	606,0	726,5	869,4	992,4	1.143,6	1.360,1	1.612,6	1.847,8	2.273,3	2.796,0	3.509,6	...
Diciembre	635,8	770,7	910,7	1.040,7	1.201,5	1.427,3	1.695,6	1.951,4	2.419,1	2.980,3	3.697,0	...

Serie desestacionalizada (a)

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	533,7	625,7	757,5	894,6	1.020,6	1.180,5	1.403,1	1.662,2	1.921,7	2.376,7	2.943,9	3.643,7
Febrero	540,7	634,9	767,6	903,9	1.032,7	1.197,8	1.428,8	1.681,4	1.951,1	2.414,5	2.998,4	3.697,3
Marzo	549,8	646,0	772,4	911,5	1.047,1	1.214,2	1.450,9	1.691,8	1.983,2	2.468,6	3.062,2	3.760,0
Abril	559,2	657,6	785,4	920,4	1.061,3	1.233,6	1.471,8	1.703,3	2.022,4	2.513,9	3.113,8	3.834,4
Mayo	564,2	667,9	799,8	928,9	1.072,0	1.253,4	1.493,0	1.721,3	2.058,1	2.559,3	3.178,1	...
Junio	569,7	679,0	814,0	938,9	1.084,5	1.270,9	1.514,0	1.741,4	2.100,0	2.602,8	3.252,2	...
Julio	576,9	686,9	828,9	952,1	1.099,4	1.286,4	1.533,7	1.768,8	2.135,3	2.641,4	3.314,8	...
Agosto	584,0	697,7	841,6	963,1	1.109,5	1.308,1	1.560,1	1.791,0	2.173,1	2.681,3	3.365,2	...
Septiembre	591,2	709,6	850,6	975,1	1.126,8	1.326,2	1.576,0	1.814,4	2.215,1	2.728,4	3.424,6	...
Octubre	599,4	721,5	861,9	985,0	1.140,4	1.347,3	1.600,2	1.838,6	2.248,4	2.770,6	3.484,5	...
Noviembre	608,1	729,4	873,0	996,8	1.149,3	1.367,9	1.623,1	1.862,1	2.290,3	2.818,4	3.540,4	...
Diciembre	616,4	747,4	883,0	1.009,1	1.165,0	1.383,8	1.643,8	1.890,6	2.345,6	2.889,5	3.585,8	...

(a) Obtenida por suma de las series desestacionalizadas de sus componentes.

Sistema crediticio. Oferta monetaria

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	255.1	296.9	351.0	406.4	453.2	509.0	571.7	653.3	691.0	849.4	1.073.5	1.319.2
Febrero	255.9	296.9	351.6	403.8	454.2	507.6	577.2	655.4	692.1	852.1	1.080.6	1.320.3
Marzo	262.6	304.6	352.8	408.3	462.7	513.3	587.4	646.1	706.7	884.9	1.118.9	1.363.2
Abril	265.8	308.6	357.4	409.7	467.9	515.2	590.9	642.1	714.6	895.0	1.125.6	1.385.7
Mayo	266.6	313.5	365.0	412.5	469.5	521.4	596.7	642.3	727.7	909.8	1.152.3	...
Junio	268.8	320.5	374.5	420.6	481.1	535.7	609.6	656.8	761.7	948.0	1.210.8	...
Julio	274.4	327.4	386.2	434.1	493.0	543.8	626.3	671.9	780.8	971.3	1.242.5	...
Agosto	275.9	330.8	287.3	433.2	489.1	545.2	626.2	662.5	773.7	961.6	1.216.7	...
Septiembre	280.2	337.4	391.4	440.4	501.8	554.3	630.7	673.1	797.2	990.5	1.253.4	...
Octubre	282.8	341.9	394.6	440.2	504.1	558.7	634.1	672.8	797.3	991.3	1.253.5	...
Noviembre	287.6	337.2	398.9	445.9	503.7	564.2	642.1	674.0	816.7	1.010.7	1.269.1	...
Diciembre	310.6	368.8	426.9	476.9	543.0	609.3	698.7	740.0	914.8	1.136.5	1.401.9	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	255.8	297.6	352.2	408.0	455.4	511.9	575.3	657.9	695.6	854.8	1.079.3	1.325.6
Febrero	259.5	301.2	357.1	410.1	461.4	515.4	586.4	666.4	704.3	868.0	1.101.1	1.346.0
Marzo	265.2	307.8	357.0	413.3	468.6	519.4	593.7	652.2	712.2	890.9	1.125.4	1.370.8
Abril	269.3	312.9	362.8	416.3	476.0	524.5	601.6	653.4	727.0	910.5	1.145.0	1.410.0
Mayo	269.8	317.5	370.3	419.3	477.7	531.0	607.8	654.2	741.0	926.0	1.171.9	...
Junio	270.6	322.6	376.8	422.9	483.3	537.2	610.4	656.0	759.1	942.8	1.202.9	...
Julio	273.1	325.4	383.4	430.0	488.0	537.9	619.3	663.0	769.8	959.0	1.228.8	...
Agosto	276.4	331.6	388.1	434.1	490.0	546.9	629.3	667.0	780.5	972.5	1.232.8	...
Septiembre	279.4	336.4	390.0	439.0	500.3	553.2	629.7	672.8	796.2	989.3	1.252.3	...
Octubre	283.8	342.7	395.6	441.2	505.4	560.5	637.3	677.5	803.4	999.9	1.265.3	...
Noviembre	288.4	337.9	399.8	447.1	505.3	566.8	646.5	680.9	826.1	1.023.5	1.286.3	...
Diciembre	293.6	347.5	402.1	448.5	509.5	570.1	651.9	688.8	850.5	1.055.3	1.300.5	...

Sistema crediticio. Efectivo en manos del público
Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	93.8	108.4	127.1	145.2	165.9	185.3	203.2	229.9	246.2	273.3	310.0	355.2
Febrero	95.1	110.2	128.4	146.2	168.3	184.6	205.2	231.5	248.2	275.2	311.1	361.3
Marzo	98.0	112.2	127.4	146.7	169.5	188.0	210.1	231.6	248.1	284.5	324.3	375.2
Abril	97.7	112.1	131.0	150.5	175.4	187.5	209.2	232.4	253.3	286.9	326.8	374.5
Mayo	97.6	113.3	131.3	151.0	173.2	187.5	213.5	233.8	255.1	283.9	327.1	...
Junio	100.6	115.8	134.8	153.5	177.4	196.0	219.6	239.8	262.0	295.0	346.9	...
Julio	105.9	123.2	145.9	166.2	190.6	206.0	232.0	256.9	283.4	317.9	371.7	...
Agosto	107.5	123.3	143.1	162.5	184.8	203.7	228.6	246.5	271.1	302.5	356.7	...
Septiembre	107.9	123.3	143.4	163.7	188.2	201.9	226.4	242.6	269.3	306.5	358.8	...
Octubre	106.7	124.2	143.6	162.4	184.0	201.7	226.3	242.1	271.2	301.1	347.8	...
Noviembre	106.9	123.3	140.6	160.8	181.1	201.2	226.6	239.8	266.8	300.2	350.3	...
Diciembre	112.8	131.3	151.0	174.7	198.5	217.8	242.6	263.1	294.2	334.7	387.1	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	95.4	110.2	129.3	147.7	168.9	188.8	207.4	235.0	251.7	279.8	317.4	363.6
Febrero	96.7	112.1	130.8	149.0	171.8	188.6	209.9	237.1	254.5	282.6	319.6	371.3
Marzo	99.7	114.3	130.0	149.7	172.9	191.6	213.7	235.1	251.4	288.0	328.1	379.8
Abril	99.4	114.0	133.2	153.0	178.5	191.0	213.2	236.7	257.7	291.6	331.8	380.2
Mayo	100.2	116.2	134.6	154.7	177.3	191.8	218.4	239.3	261.3	291.1	335.6	...
Junio	101.9	117.4	136.5	155.2	179.0	197.3	220.5	240.2	261.9	294.5	346.2	...
Julio	101.7	117.9	139.3	158.2	181.1	195.3	219.4	242.3	266.4	298.2	348.3	...
Agosto	105.1	120.6	140.0	159.1	181.0	199.7	224.4	242.5	267.2	298.7	352.7	...
Septiembre	106.0	121.3	141.3	161.8	186.5	200.7	225.6	242.1	268.5	305.4	357.5	...
Octubre	106.3	123.8	143.4	162.5	184.5	202.7	228.0	244.5	274.1	304.7	352.2	...
Noviembre	108.6	125.4	143.4	164.3	185.2	205.9	232.1	246.2	274.3	309.3	361.4	...
Diciembre	109.0	126.4	144.9	167.0	189.1	206.8	229.8	248.7	278.1	316.2	365.2	...

Sistema crediticio. Total de depósitos del sistema bancario

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	437,5	517,3	630,2	749,7	854,8	995,8	1.199,9	1.433,4	1.675,6	2.101,1	2.629,5	3.291,6
Febrero	440,2	520,1	634,7	751,5	858,9	1.006,4	1.217,0	1.440,9	1.694,2	2.122,6	2.662,6	3.310,6
Marzo	447,9	530,7	641,7	759,5	872,4	1.020,7	1.234,9	1.444,8	1.730,1	2.171,0	2.720,2	3.369,5
Abril	452,7	539,3	647,1	761,1	875,4	1.034,9	1.248,9	1.456,1	1.755,2	2.201,9	2.759,4	3.430,8
Mayo	456,7	547,1	658,2	765,8	884,7	1.048,8	1.260,6	1.468,2	1.780,9	2.235,1	2.817,0	...
Junio	461,0	556,4	671,4	776,8	898,8	1.065,1	1.286,1	1.494,1	1.830,3	2.291,1	2.896,2	...
Julio	464,0	560,0	679,5	783,5	906,2	1.078,3	1.301,7	1.515,5	1.854,9	2.325,6	2.954,1	...
Agosto	469,0	568,2	691,9	794,6	918,5	1.096,9	1.323,0	1.534,8	1.888,7	2.357,8	2.984,1	...
Septiembre	477,2	582,0	701,9	807,3	932,8	1.119,9	1.342,9	1.565,3	1.937,3	2.408,9	3.052,0	...
Octubre	486,1	590,9	711,1	816,1	948,7	1.137,1	1.364,1	1.582,1	1.961,6	2.447,8	3.110,3	...
Noviembre	493,4	599,8	723,9	827,5	957,7	1.154,6	1.381,4	1.602,8	1.998,9	2.485,5	3.150,5	...
Diciembre	518,5	636,8	756,5	860,4	998,7	1.205,4	1.447,8	1.682,2	2.116,9	2.633,5	3.299,6	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	432,8	511,7	624,1	742,6	847,4	988,1	1.191,5	1.424,1	1.664,4	2.089,2	2.614,5	3.271,9
Febrero	439,0	518,8	633,7	750,1	857,2	1.004,5	1.215,4	1.439,9	1.693,6	2.124,8	2.666,4	3.317,2
Marzo	446,5	529,2	640,5	758,1	871,2	1.019,4	1.233,6	1.443,5	1.728,2	2.169,7	2.718,5	3.366,1
Abril	452,9	540,0	648,9	763,7	878,9	1.039,3	1.254,0	1.461,9	1.761,9	2.211,5	2.771,3	3.444,5
Mayo	458,2	549,4	661,8	770,8	891,2	1.057,0	1.270,5	1.479,5	1.793,9	2.251,2	2.836,6	...
Junio	462,8	558,6	674,2	780,1	902,8	1.069,4	1.290,5	1.497,5	1.832,6	2.291,9	2.895,8	...
Julio	469,1	565,8	686,1	790,4	913,4	1.086,0	1.309,8	1.523,8	1.863,3	2.335,0	2.965,7	...
Agosto	473,6	573,3	697,6	800,4	924,5	1.103,5	1.331,0	1.544,4	1.900,5	2.373,1	3.004,5	...
Septiembre	480,6	585,4	705,4	810,6	935,8	1.122,8	1.345,7	1.568,8	1.940,8	2.413,4	3.058,4	...
Octubre	489,0	593,9	714,5	819,6	952,2	1.140,8	1.368,5	1.588,0	1.968,2	2.456,4	3.122,7	...
Noviembre	495,4	601,4	725,7	829,3	960,0	1.158,3	1.387,1	1.611,5	2.009,6	2.500,0	3.171,0	...
Diciembre	503,7	618,2	735,2	836,6	971,6	1.172,9	1.408,7	1.637,3	2.058,7	2.561,5	3.211,5	...

Sistema crediticio. Depósitos a la vista

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	161,3	188,5	223,9	261,3	287,3	323,7	368,5	423,5	444,9	576,1	763,5	963,9
Febrero	160,9	186,8	223,2	257,7	286,0	323,0	372,0	423,9	443,9	576,9	769,6	959,1
Marzo	164,6	192,4	225,4	261,6	293,3	325,3	377,3	414,5	458,6	600,5	794,6	988,0
Abril	168,2	196,6	226,4	259,3	292,6	327,8	381,8	409,7	461,3	608,1	798,9	1.011,2
Mayo	169,0	200,2	233,7	261,6	296,3	334,0	383,3	408,5	472,7	626,0	825,3	...
Junio	168,2	204,6	239,7	267,2	303,8	339,7	390,1	417,1	499,8	653,1	863,9	...
Julio	168,5	204,2	240,4	267,9	302,5	337,8	394,4	415,1	497,4	653,5	870,8	...
Agosto	168,4	207,6	244,2	270,8	304,3	341,5	397,6	416,1	502,7	659,1	860,0	...
Septiembre	172,3	214,1	248,0	276,7	313,7	352,5	404,3	430,6	527,9	684,0	894,6	...
Octubre	176,2	217,7	251,1	277,9	320,2	357,0	407,9	430,7	526,1	690,3	905,7	...
Noviembre	180,7	214,0	258,4	285,2	322,7	363,1	415,6	434,3	550,0	710,5	918,8	...
Diciembre	197,9	237,2	275,9	302,2	344,5	391,6	456,2	477,0	620,6	801,8	1.014,8	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	160,4	187,4	222,9	260,3	286,5	323,1	367,9	422,9	443,9	575,0	761,9	962,0
Febrero	162,8	189,1	226,3	261,1	289,6	326,8	376,5	429,3	449,8	585,4	781,5	974,7
Marzo	165,5	193,5	227,0	263,6	295,7	327,8	380,0	417,1	460,8	602,9	797,3	991,0
Abril	169,9	198,9	229,6	263,3	297,5	333,5	388,4	416,7	469,3	618,9	813,2	1.029,8
Mayo	169,6	201,3	235,7	264,6	300,4	339,2	389,4	414,9	479,7	634,9	836,3	...
Junio	168,7	205,2	240,3	267,7	304,3	339,9	389,9	415,8	497,2	648,3	856,7	...
Julio	171,4	207,5	244,1	271,8	306,9	342,6	399,9	420,7	503,4	660,8	880,5	...
Agosto	171,3	211,0	248,1	275,0	309,0	347,2	404,9	424,5	513,3	673,8	880,1	...
Septiembre	173,4	215,1	248,7	277,2	313,8	352,5	404,1	430,7	527,7	683,9	894,8	...
Octubre	177,5	218,9	252,2	278,7	320,9	357,8	409,3	433,0	529,3	695,2	913,1	...
Noviembre	179,8	212,5	256,4	282,8	320,1	360,9	414,4	434,7	551,8	714,2	924,9	...
Diciembre	184,6	221,1	257,2	281,5	320,4	363,3	422,1	440,1	572,4	739,1	935,3	...

Sistema crediticio. Depósitos de ahorro

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	181,5	213,8	279,0	350,8	418,5	483,6	550,3	628,7	642,6	767,4	943,8	1.100,3
Febrero	183,3	216,9	282,6	355,0	422,8	485,3	555,6	626,1	642,5	772,5	954,6	1.100,8
Marzo	185,7	219,7	286,0	358,9	426,6	486,1	560,6	628,3	647,9	783,4	969,1	1.103,2
Abril	187,3	222,1	290,5	361,5	429,5	490,2	563,8	617,7	652,3	795,9	983,9	1.112,6
Mayo	189,0	223,1	293,7	363,3	433,5	492,7	568,5	610,9	658,0	807,8	999,5	...
Junio	190,0	225,9	299,3	366,6	437,0	495,5	578,4	608,6	665,3	821,1	1.023,1	...
Julio	192,6	229,6	306,8	372,1	446,0	504,6	585,5	613,4	679,4	841,1	1.053,2	...
Agosto	196,4	234,9	314,9	379,9	454,8	513,2	595,0	618,5	693,3	857,6	1.064,8	...
Septiembre	199,3	239,5	319,9	386,1	459,1	519,4	600,4	614,9	702,7	872,0	1.068,6	...
Octubre	202,8	251,4	326,6	392,4	467,7	526,7	607,3	619,8	713,9	889,9	1.081,9	...
Noviembre	205,2	262,5	331,9	396,7	472,4	530,9	609,8	623,4	720,4	896,8	1.079,4	...
Diciembre	210,6	273,3	344,3	412,0	484,1	545,1	627,5	645,3	757,6	935,8	1.106,2	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	178,4	210,0	274,4	344,9	411,8	476,3	542,5	620,3	634,0	757,9	932,2	1.087,2
Febrero	180,9	214,1	279,3	351,0	418,6	481,1	551,6	622,2	638,8	768,9	950,5	1.096,4
Marzo	184,2	218,0	284,2	357,0	424,8	484,4	559,1	627,0	646,7	782,5	968,1	1.102,1
Abril	186,9	221,8	290,6	362,1	430,7	492,0	566,1	620,2	654,7	798,9	987,4	1.115,9
Mayo	190,9	225,3	296,7	367,1	438,1	497,0	574,3	616,9	664,2	815,2	1.008,4	...
Junio	192,7	229,2	303,8	372,2	443,6	502,8	586,4	616,4	673,0	829,9	1.033,8	...
Julio	195,5	232,9	310,9	376,5	450,6	509,0	589,9	617,3	683,0	845,1	1.058,2	...
Agosto	198,0	236,7	317,0	382,0	456,6	514,6	596,1	619,4	693,8	857,9	1.065,4	...
Septiembre	200,7	241,0	321,8	388,0	461,6	521,3	602,4	617,2	705,1	875,1	1.072,8	...
Octubre	203,3	251,8	327,1	392,7	467,8	526,7	607,4	620,4	714,2	890,4	1.083,1	...
Noviembre	205,4	262,5	332,0	396,8	472,7	531,6	611,2	626,0	723,7	901,8	1.086,4	...
Diciembre	207,1	268,4	338,2	404,6	475,3	535,0	615,6	632,5	743,0	917,6	1.084,5	...

Sistema crediticio. Depósitos a plazo y ahorro vinculado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	99,7	117,7	131,3	141,5	152,8	191,8	285,1	384,6	593,5	764,2	929,9	1.231,5
Febrero	101,5	120,5	132,5	142,9	153,9	202,8	293,1	395,8	611,9	782,0	948,9	1.261,3
Marzo	102,8	122,3	133,6	143,7	156,3	212,9	300,7	406,2	626,9	796,0	968,2	1.289,8
Abril	103,9	123,7	133,7	144,1	157,3	220,4	307,6	432,6	642,9	807,2	985,0	1.313,0
Mayo	105,2	126,1	134,6	144,6	158,6	227,2	313,9	452,8	655,0	817,8	1.003,5	...
Junio	107,0	127,9	134,5	145,4	159,4	232,6	319,5	470,8	669,2	828,5	1.019,0	...
Julio	108,3	128,8	135,5	146,5	161,4	239,9	325,5	488,7	683,7	840,3	1.038,4	...
Agosto	109,6	129,6	136,9	147,4	162,6	246,2	334,5	503,1	697,5	849,5	1.069,7	...
Septiembre	110,9	131,9	138,8	148,2	164,6	251,6	343,5	523,6	712,7	862,0	1.100,5	...
Octubre	111,9	125,6	138,2	149,7	165,6	259,1	353,3	537,7	726,9	874,7	1.131,5	...
Noviembre	113,3	126,9	138,7	149,7	167,5	265,1	360,3	550,4	735,5	887,8	1.162,3	...
Diciembre	114,8	128,8	139,8	150,7	174,3	272,9	369,4	566,0	746,3	905,3	1.188,8	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	99,7	117,7	131,4	141,5	152,8	191,7	285,0	384,3	592,8	763,8	929,0	1.231,5
Febrero	100,9	119,8	131,8	142,1	153,0	201,7	291,7	394,0	609,3	779,3	945,7	1.257,5
Marzo	102,0	121,3	132,5	142,3	154,7	210,7	298,0	403,2	623,1	792,2	964,0	1.284,6
Abril	103,4	123,0	132,8	142,8	155,6	217,9	304,3	428,7	638,2	802,7	980,1	1.306,6
Mayo	104,6	125,4	133,7	143,4	157,1	225,0	311,1	449,4	650,9	813,8	999,2	...
Junio	106,4	127,3	133,9	144,8	158,7	231,6	318,1	469,0	666,8	826,0	1.016,3	...
Julio	108,0	128,4	135,1	146,0	160,9	239,3	234,7	487,8	682,5	839,0	1.036,9	...
Agosto	109,3	129,3	136,7	147,3	162,7	246,5	335,1	503,9	698,1	849,9	1.070,2	...
Septiembre	111,0	132,0	139,0	148,6	165,1	252,3	344,3	524,6	713,2	862,4	1.101,1	...
Octubre	112,9	126,7	139,6	151,3	167,3	260,5	355,9	540,7	729,1	876,6	1.134,2	...
Noviembre	114,9	128,7	140,9	152,2	170,2	269,1	365,5	556,7	741,6	893,9	1.170,2	...
Diciembre	116,2	130,3	141,6	152,8	176,8	276,9	374,7	573,3	756,1	917,0	1.204,4	...

Banca. Total de depósitos
 Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	316,2	369,0	447,8	525,0	586,3	673,0	804,6	953,8	1.094,2	1.377,6	1.756,8	2.227,7
Febrero	317,2	369,6	450,2	523,3	587,2	679,1	816,1	956,9	1.105,1	1.390,1	1.778,1	2.238,3
Marzo	323,2	378,1	455,1	528,9	597,3	688,0	828,9	952,1	1.131,7	1.427,5	1.824,6	2.287,4
Abril	326,3	384,5	458,2	528,3	597,4	699,0	838,4	961,6	1.148,7	1.449,4	1.849,9	2.332,0
Mayo	329,4	390,7	467,1	531,1	603,0	708,0	843,9	968,3	1.165,8	1.474,6	1.894,4	...
Junio	332,3	398,7	478,2	540,1	615,0	720,4	864,0	988,7	1.206,8	1.520,6	1.958,9	...
Julio	332,9	398,9	481,7	542,9	616,9	727,3	871,7	998,5	1.214,1	1.535,9	1.992,3	...
Agosto	335,0	403,5	489,0	548,9	623,5	738,6	885,1	1.007,4	1.233,3	1.552,9	2.005,1	...
Septiembre	340,8	414,2	495,4	557,6	633,4	756,0	897,7	1.029,5	1.268,9	1.593,2	2.057,1	...
Octubre	346,6	419,0	500,1	561,7	643,5	765,6	910,2	1.036,7	1.280,5	1.618,0	2.096,4	...
Noviembre	352,2	425,9	510,9	571,6	650,8	780,0	924,4	1.052,0	1.311,8	1.649,9	2.133,2	...
Diciembre	372,9	457,1	535,3	595,2	680,7	814,7	972,3	1.106,6	1.401,0	1.767,0	2.243,6	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	313,0	365,3	443,8	520,5	581,9	668,8	800,2	949,2	1.088,5	1.371,5	1.748,7	2.216,6
Febrero	317,1	369,6	450,7	523,8	587,7	679,8	817,4	959,0	1.108,0	1.395,4	1.785,6	2.247,3
Marzo	322,5	377,4	454,8	528,6	597,3	688,0	829,0	952,1	1.131,1	1.426,7	1.823,3	2.285,1
Abril	327,0	385,7	460,3	531,0	600,8	702,9	842,7	966,2	1.154,0	1.456,6	1.859,1	2.343,8
Mayo	329,9	392,2	469,7	534,9	608,1	714,4	851,4	976,5	1.174,9	1.485,4	1.907,5	...
Junio	332,3	398,8	478,5	540,7	615,9	721,3	864,3	987,6	1.203,7	1.514,6	1.950,1	...
Julio	336,6	403,0	486,4	547,7	621,8	732,5	877,3	1.004,3	1.219,9	1.542,5	2.000,9	...
Agosto	339,0	407,9	493,9	553,7	628,4	744,2	892,1	1.016,1	1.244,3	1.567,8	2.025,7	...
Septiembre	343,6	417,1	498,2	560,1	635,4	757,9	890,4	1.031,9	1.271,3	1.596,7	2.062,4	...
Octubre	349,7	422,3	503,8	565,4	647,1	769,4	914,7	1.042,6	1.287,6	1.627,5	2.110,2	...
Noviembre	353,5	426,6	511,3	571,5	650,7	680,6	926,3	1.056,2	1.317,2	1.658,2	2.145,7	...
Diciembre	359,8	440,8	516,9	575,1	658,3	788,3	941,0	1.070,1	1.355,8	1.709,8	2.171,9	...

Cajas de ahorro. Total de depósitos

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	121,3	148,3	182,5	224,7	268,5	322,7	395,3	479,6	518,5	723,5	872,7	1.060,0
Febrero	123,0	150,5	184,5	228,2	271,7	327,3	400,9	484,0	589,0	732,6	884,4	1.071,3
Marzo	124,7	152,6	186,6	230,6	275,0	332,8	406,0	492,7	598,4	743,5	895,6	1.081,7
Abril	126,4	154,8	188,9	232,8	278,1	336,0	410,5	494,5	606,6	752,5	909,5	1.094,8
Mayo	127,5	156,4	191,1	234,7	281,7	340,9	416,7	499,9	615,1	760,5	922,6	...
Junio	128,7	157,7	193,1	236,7	283,9	344,6	422,1	505,4	623,6	770,5	937,2	...
Julio	131,1	161,1	197,8	240,6	289,2	351,0	430,0	517,0	640,8	789,7	961,8	...
Agosto	134,0	164,6	203,0	245,6	295,1	358,3	437,9	527,4	655,4	805,0	979,0	...
Septiembre	136,4	167,8	206,6	249,7	299,5	364,0	445,2	535,8	668,3	815,7	994,9	...
Octubre	139,5	171,9	211,0	254,4	305,2	371,6	453,9	545,4	681,1	829,8	1.013,9	...
Noviembre	141,1	173,9	213,0	255,9	306,8	374,6	457,0	550,8	687,0	835,7	1.017,3	...
Diciembre	145,5	179,8	221,2	265,1	317,9	390,6	475,5	575,5	715,9	866,5	1.056,0	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	119,7	146,4	180,4	222,1	365,5	319,2	391,2	474,8	575,8	717,2	865,3	1.051,6
Febrero	121,8	149,1	183,0	226,3	269,6	324,9	398,2	481,1	585,7	729,3	880,8	1.067,1
Marzo	124,1	151,8	185,7	229,5	273,7	331,3	404,3	490,9	596,3	741,5	893,4	1.079,6
Abril	126,2	154,6	188,8	232,8	278,3	336,4	411,2	495,6	608,1	754,7	912,2	1.098,1
Mayo	128,2	157,3	192,2	236,0	283,2	342,8	419,1	503,1	619,3	766,2	929,7	...
Junio	130,3	159,7	195,5	239,5	287,2	348,5	426,9	511,2	630,8	779,3	948,0	...
Julio	132,5	162,7	199,7	242,7	291,5	353,4	432,5	519,6	643,8	792,4	965,0	...
Agosto	134,6	165,2	203,7	246,4	296,0	359,2	438,8	528,2	655,9	805,3	979,5	...
Septiembre	136,9	168,3	207,3	250,5	300,4	364,9	446,2	536,8	668,8	816,0	995,4	...
Octubre	139,3	171,6	210,7	254,1	304,9	371,4	453,6	545,3	680,3	828,8	1.013,0	...
Noviembre	142,0	174,9	214,4	257,8	309,2	377,7	460,7	555,4	691,8	841,4	1.024,6	...
Diciembre	143,8	177,5	218,3	261,4	313,2	384,6	467,9	566,0	704,7	853,0	1.039,4	...

Sistema crediticio. Activos netos del Banco de España

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	88,2	107,0	141,1	133,0	133,5	148,8	163,4	155,3	220,8	330,5	409,6	456,5
Febrero	90,3	112,0	138,2	132,7	135,6	150,7	167,5	147,3	217,2	316,5	406,8	451,6
Marzo	90,6	116,6	138,7	131,7	138,6	156,8	171,6	161,4	233,9	337,4	416,3	450,1
Abril	88,7	119,0	137,8	128,1	131,1	161,6	167,2	150,2	235,7	335,3	409,1	442,8
Mayo	84,0	118,7	135,4	129,0	129,7	158,6	160,2	149,9	248,7	329,0	411,8	...
Junio	82,3	116,2	136,4	128,6	128,7	158,7	166,1	158,3	254,5	350,8	431,6	...
Julio	84,0	121,9	139,0	130,5	136,6	159,3	161,9	170,9	262,0	354,3	452,2	...
Agosto	89,4	129,7	145,1	134,6	141,5	171,8	166,7	178,5	289,4	352,0	443,0	...
Septiembre	93,2	137,2	149,1	140,6	148,2	168,7	170,9	188,7	308,5	362,2	439,3	...
Octubre	93,3	139,7	139,4	131,8	147,9	169,7	162,8	188,4	312,6	357,1	429,7	...
Noviembre	96,6	131,7	137,5	132,5	137,6	158,7	152,6	183,7	310,2	535,5	426,6	...
Diciembre	102,1	138,2	137,3	141,5	152,6	170,7	163,2	209,1	329,6	392,3	466,6	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	86,5	105,9	139,5	132,6	133,9	149,5	164,3	153,7	216,9	323,5	399,5	452,4
Febrero	86,9	109,4	135,6	131,4	135,3	151,3	168,9	149,2	219,6	319,2	410,4	456,7
Marzo	87,2	113,7	135,7	129,2	136,4	154,4	168,8	158,0	230,4	333,1	411,3	440,7
Abril	88,5	119,4	138,0	128,6	131,8	162,8	168,9	152,4	239,8	341,0	416,3	452,3
Mayo	86,0	121,7	138,9	133,3	134,5	164,3	166,8	157,4	258,4	340,9	426,5	...
Junio	87,2	121,8	142,4	134,4	134,3	164,1	171,2	163,3	259,6	356,9	439,5	...
Julio	87,5	125,5	142,5	133,6	139,2	161,2	163,5	172,0	261,5	352,1	449,3	...
Agosto	89,0	129,1	144,0	131,9	138,0	168,0	162,5	174,8	286,0	348,7	429,2	...
Septiembre	90,5	134,0	144,5	134,9	141,8	161,8	163,4	181,3	300,3	352,8	428,6	...
Octubre	93,8	140,5	139,3	130,8	146,4	167,3	159,7	185,4	310,1	354,9	427,6	...
Noviembre	97,0	133,1	139,1	134,8	141,2	164,0	159,2	191,1	318,2	362,6	437,9	...
Diciembre	99,6	135,3	133,7	137,5	147,8	165,3	158,7	202,3	323,3	385,0	458,4	...

Sistema crediticio. Activos netos del sistema bancario

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	447,9	521,2	619,9	765,4	891,0	1.035,6	1.242,8	1.511,1	1.706,3	2.051,1	2.540,6	3.194,5
Febrero	450,4	522,1	628,4	769,7	895,4	1.045,0	1.258,5	1.530,2	1.729,3	2.090,1	2.581,2	3.230,9
Marzo	460,3	529,8	633,6	779,0	907,1	1.055,6	1.277,1	1.528,2	1.747,7	2.128,8	2.643,2	3.306,1
Abril	468,2	535,3	643,5	787,0	923,7	1.064,2	1.295,2	1.542,3	1.774,1	2.162,7	2.685,5	3.368,5
Mayo	476,6	544,1	657,6	791,3	931,9	1.082,7	1.318,9	1.556,1	1.792,1	2.209,3	2.740,8	...
Junio	483,4	557,8	671,7	803,8	948,8	1.105,1	1.341,4	1.578,0	1.841,8	2.249,4	2.818,5	...
Julio	491,1	563,6	689,1	821,8	963,9	1.129,4	1.375,5	1.603,2	1.881,9	2.299,4	2.878,3	...
Agosto	492,2	565,4	693,2	825,7	965,1	1.132,8	1.388,7	1.605,7	1.875,1	2.317,2	2.905,0	...
Septiembre	497,0	571,4	700,7	833,9	978,0	1.156,7	1.403,8	1.623,0	1.904,1	2.362,9	2.979,9	...
Octubre	503,7	579,1	719,8	850,5	989,5	1.173,8	1.432,0	1.641,9	1.925,6	2.399,5	3.034,7	...
Noviembre	509,4	594,8	731,9	859,9	1.006,0	1.201,4	1.460,0	1.664,1	1.963,1	2.442,5	3.083,0	...
Diciembre	533,7	632,5	773,4	899,2	1.048,9	1.256,6	1.532,4	1.742,3	2.089,5	2.588,0	3.230,4	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	447,2	519,8	618,0	762,0	886,7	1.031,0	1.238,8	1.508,5	1.704,8	2.053,2	2.544,4	3.191,3
Febrero	453,8	525,5	632,0	772,5	897,4	1.046,5	1.259,9	1.532,2	1.731,5	2.095,3	2.588,0	3.240,6
Marzo	462,6	532,3	636,7	782,3	910,7	1.059,8	1.282,1	1.533,8	1.752,8	2.135,5	2.650,9	3.319,3
Abril	470,7	538,2	647,4	791,8	929,5	1.070,8	1.302,9	1.550,9	1.782,6	2.172,9	2.697,5	3.382,1
Mayo	478,2	546,2	660,9	795,6	937,5	1.089,1	1.326,2	1.563,7	1.799,7	2.218,4	2.751,6	...
Junio	482,5	557,2	671,6	804,5	950,2	1.106,8	1.342,8	1.578,1	1.840,4	2.245,9	2.812,7	...
Julio	489,4	561,4	686,4	818,5	960,2	1.125,2	1.370,2	1.596,8	1.873,8	2.289,3	2.865,5	...
Agosto	495,0	568,6	697,6	831,2	971,5	1.140,1	1.397,6	1.616,2	1.887,1	2.332,6	2.925,6	...
Septiembre	500,7	575,6	706,1	840,2	985,0	1.164,4	1.412,6	1.633,1	1.914,8	2.375,6	2.996,0	...
Octubre	505,6	581,0	722,6	854,2	994,0	1.180,0	1.440,5	1.653,2	1.938,3	2.415,7	3.056,9	...
Noviembre	511,1	596,3	733,9	862,0	1.008,1	1.203,9	1.463,9	1.671,0	1.972,1	2.455,8	3.102,5	...
Diciembre	516,8	612,1	749,3	871,6	1.017,2	1.218,5	1.485,1	1.688,3	2.022,3	2.504,5	3.127,4	...

Sistema crediticio. Crédito al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	371,8	439,3	525,0	670,1	781,1	907,8	1.106,1	1.340,5	1.518,3	1.779,0	2.214,1	2.839,6
Febrero	376,7	443,0	532,2	678,7	790,3	916,2	1.120,3	1.354,5	1.530,9	1.796,9	2.255,9	2.884,1
Marzo	386,5	445,9	542,4	689,8	798,5	928,1	1.133,5	1.364,7	1.550,6	1.836,3	2.316,7	2.958,6
Abril	395,4	455,8	557,1	698,8	814,7	935,8	1.151,3	1.378,1	1.571,4	1.862,5	2.356,6	3.035,5
Mayo	402,8	462,9	570,0	706,4	819,9	949,3	1.177,7	1.392,8	1.589,9	1.894,5	2.411,1	...
Junio	409,6	474,4	583,5	719,8	837,0	969,0	1.200,3	1.417,2	1.622,0	1.942,3	2.483,0	...
Julio	412,7	477,2	600,7	729,4	844,6	982,2	1.224,5	1.432,5	1.647,8	1.988,8	2.552,8	...
Agosto	413,8	480,7	607,6	731,4	848,8	990,4	1.236,6	1.432,0	1.643,5	1.999,7	2.566,9	...
Septiembre	418,2	486,5	615,5	739,6	860,7	1.004,0	1.257,7	1.440,4	1.669,3	2.042,0	2.624,1	...
Octubre	426,7	496,0	633,5	753,4	871,6	1.024,0	1.283,3	1.463,4	1.687,4	2.081,4	2.684,3	...
Noviembre	432,1	506,2	647,7	764,7	889,7	1.049,6	1.306,5	1.487,9	1.718,8	2.133,2	2.751,7	...
Diciembre	422,3	527,8	671,3	785,5	911,7	1.105,9	1.342,3	1.529,0	1.794,3	2.223,6	2.836,4	...

Serie desestacionalizada (a)

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	369,0	436,2	522,4	667,9	778,2	904,5	1.101,7	1.335,3	1.515,3	1.778,5	2.215,5	2.842,6
Febrero	374,6	441,4	530,9	678,2	790,0	915,9	1.119,6	1.354,1	1.534,0	1.804,5	2.267,1	2.898,3
Marzo	383,8	443,9	541,1	689,6	799,1	929,4	1.134,2	1.365,4	1.553,0	1.840,7	2.322,3	2.966,6
Abril	391,2	452,2	554,5	697,6	814,9	937,6	1.153,4	1.380,9	1.576,4	1.869,7	2.365,5	3.046,6
Mayo	397,7	458,8	567,1	705,2	820,7	951,0	1.179,5	1.395,3	1.594,3	1.902,0	2.421,3	...
Junio	403,1	467,8	577,4	714,5	832,8	964,8	1.194,8	1.411,0	1.616,1	1.936,0	2.474,4	...
Julio	407,6	472,0	596,3	725,8	841,5	978,3	1.218,5	1.424,4	1.637,6	1.974,7	2.532,9	...
Agosto	411,7	479,4	608,3	733,5	852,8	995,1	1.242,1	1.439,2	1.653,7	2.013,1	2.585,2	...
Septiembre	417,9	486,9	617,8	743,4	866,4	1.009,6	1.264,0	1.448,9	1.677,6	3.053,1	2.639,4	...
Octubre	423,4	493,4	632,2	753,7	872,9	1.026,1	1.285,9	1.468,6	1.694,2	2.091,0	2.698,8	...
Noviembre	427,7	501,8	643,8	761,1	886,2	1.045,5	1.301,1	1.484,5	1.715,2	2.129,6	2.748,7	...
Diciembre	431,5	515,5	657,0	769,7	893,9	1.084,3	1.314,8	1.498,4	1.760,1	2.180,5	2.783,0	...

(a) Obtenida por suma de las series desestacionalizadas de sus componentes.

Banca. Crédito al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	277,8	321,7	379,2	481,8	548,7	625,9	754,7	916,1	1.036,2	1.234,5	1.593,2	2.087,7
Febrero	281,2	323,3	384,1	487,1	555,0	629,2	763,3	926,0	1.043,7	1.248,4	1.625,1	2.118,8
Marzo	288,7	323,8	390,3	491,4	558,5	634,0	768,2	929,2	1.055,4	1.277,6	1.676,5	2.177,4
Abril	295,0	331,3	401,6	497,0	570,8	638,7	781,7	940,1	1.073,7	1.303,7	1.711,9	2.239,8
Mayo	300,2	336,2	410,9	499,4	572,1	645,6	800,4	949,4	1.086,1	1.328,4	1.752,8	...
Junio	304,4	344,2	420,6	508,0	583,8	658,2	814,9	965,9	1.112,6	1.369,7	1.817,3	...
Julio	306,0	345,7	435,8	514,8	588,9	667,6	835,1	978,9	1.136,9	1.411,9	1.878,3	...
Agosto	305,1	347,2	440,0	513,7	588,9	670,1	841,1	973,0	1.128,1	1.415,9	1.880,6	...
Septiembre	308,0	351,1	444,6	518,7	596,2	677,2	855,0	976,7	1.147,6	1.451,1	1.925,8	...
Octubre	314,0	358,3	459,2	529,9	604,2	692,6	876,1	996,4	1.165,0	1.484,8	1.977,0	...
Noviembre	317,8	365,6	467,9	537,5	617,0	712,1	893,3	1.016,1	1.190,3	1.529,9	2.030,6	...
Diciembre	325,2	383,3	484,9	553,1	630,9	758,0	918,4	1.047,8	1.249,6	1.603,8	2.092,3	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	278,4	322,0	379,4	481,0	547,0	623,4	751,7	913,1	1.033,8	1.234,4	1.594,4	2.089,8
Febrero	282,5	324,6	385,4	487,9	555,1	628,9	763,6	927,4	1.046,9	1.255,0	1.635,3	2.133,7
Marzo	290,2	325,5	392,5	494,0	561,3	637,3	772,1	934,0	1.060,3	1.283,6	1.683,9	2.186,5
Abril	295,1	331,5	402,3	498,2	572,7	641,3	785,2	944,5	1.078,5	1.309,6	1.719,2	2.248,8
Mayo	299,7	336,1	411,6	501,1	574,7	648,9	804,7	954,5	1.092,0	1.336,0	1.763,2	...
Junio	302,9	342,6	419,0	506,5	582,7	657,3	813,7	964,1	1.109,6	1.365,0	1.810,3	...
Julio	305,1	344,7	434,6	513,5	587,3	665,3	831,0	972,2	1.126,5	1.396,8	1.857,1	...
Agosto	307,1	349,6	443,3	517,9	593,9	676,0	848,5	981,8	1.137,7	1.428,2	1.897,6	...
Septiembre	311,2	354,6	449,3	524,3	602,8	684,5	863,7	986,1	1.157,3	1.462,4	1.940,9	...
Octubre	314,1	358,6	460,0	531,0	605,7	694,8	879,6	1.001,1	1.170,0	1.491,6	1.987,7	...
Noviembre	317,3	364,5	466,4	535,4	614,1	708,5	889,0	1.012,3	1.185,6	1.524,6	2.025,2	...
Diciembre	319,2	375,6	474,9	541,3	617,1	741,2	897,5	1.023,0	1.220,6	1.566,4	2.045,3	...

Cajas de ahorro. Crédito con fondos propios al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	29,8	42,3	55,5	73,8	90,5	115,4	155,2	202,4	249,9	302,8	372,5	482,8
Febrero	30,7	43,6	56,6	75,1	92,4	118,3	158,6	206,3	253,0	307,1	381,7	494,2
Marzo	31,8	44,6	58,2	77,7	94,1	121,3	162,7	209,8	258,3	315,1	388,3	504,9
Abril	32,8	45,7	59,6	79,5	95,8	123,8	165,8	213,4	261,9	316,0	391,3	516,7
Mayo	33,9	47,0	61,3	81,6	97,9	127,3	170,7	218,1	266,4	323,5	403,5	...
Junio	34,9	48,1	62,3	83,5	100,0	130,4	174,4	223,2	270,4	328,2	407,6	...
Julio	36,0	49,3	63,6	84,8	101,8	133,2	177,7	226,4	274,3	333,6	417,8	...
Agosto	36,8	50,0	64,7	85,8	103,4	136,2	181,3	230,1	278,1	339,0	428,1	...
Septiembre	37,6	50,9	65,9	86,7	105,3	139,1	185,1	233,8	281,7	342,6	437,3	...
Octubre	38,7	51,8	67,3	87,5	107,3	142,7	189,3	237,0	284,8	349,3	445,4	...
Noviembre	39,9	53,2	69,1	88,7	110,0	146,9	193,8	242,3	290,4	355,1	457,5	...
Diciembre	41,7	54,8	71,8	90,1	113,8	153,0	200,5	248,5	301,2	369,4	474,3	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	29,9	42,4	55,7	74,0	90,7	115,5	155,2	202,2	249,5	302,4	372,0	482,3
Febrero	30,7	43,7	56,7	75,3	92,5	118,4	158,6	206,3	253,7	307,0	381,6	494,2
Marzo	31,7	44,5	58,1	77,6	94,0	121,1	162,5	209,5	257,8	314,5	387,5	503,9
Abril	32,7	45,6	59,5	79,4	95,7	123,8	166,0	213,8	262,6	317,0	392,6	518,3
Mayo	33,7	46,7	60,9	81,2	97,5	126,8	170,2	217,5	265,8	322,9	402,8	...
Junio	34,7	47,8	61,9	83,0	99,5	129,8	173,8	222,6	269,8	327,6	407,0	...
Julio	35,8	49,0	63,3	84,4	101,5	133,0	177,6	226,4	274,3	333,6	417,9	...
Agosto	36,8	50,1	64,8	85,9	103,6	136,4	181,6	230,6	278,5	339,4	428,6	...
Septiembre	37,9	51,2	66,3	87,2	105,8	139,8	186,0	234,9	282,7	343,8	438,9	...
Octubre	39,1	52,3	67,9	88,2	108,1	143,7	190,5	238,7	286,7	351,8	448,8	...
Noviembre	40,1	53,5	69,5	89,1	110,5	147,5	194,5	243,3	291,4	356,3	459,3	...
Diciembre	41,4	54,4	71,3	89,5	112,9	151,7	198,5	245,8	298,0	365,4	469,2	...

Entidades oficiales de crédito. Crédito al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	60,5	71,6	87,1	112,5	140,1	165,2	194,3	219,4	231,5	241,0	248,4	269,1
Febrero	60,9	72,6	88,1	114,1	141,3	167,4	196,2	219,2	232,4	241,4	249,1	271,1
Marzo	61,8	73,8	90,5	118,0	144,0	171,4	200,3	222,7	235,9	243,6	251,9	275,9
Abril	63,3	75,0	92,5	119,7	146,1	172,0	201,6	222,1	234,9	242,8	253,4	279,0
Mayo	64,3	76,0	94,5	122,8	148,3	174,9	204,1	222,7	236,0	242,6	254,8	...
Junio	66,1	78,1	97,3	126,0	151,6	178,7	208,4	225,3	237,7	244,4	258,1	...
Julio	66,7	78,3	98,4	127,9	152,6	179,8	209,5	225,1	235,9	243,3	256,7	...
Agosto	67,7	79,5	100,0	129,5	155,0	182,4	211,6	226,3	236,9	244,8	258,2	...
Septiembre	68,6	80,9	102,1	131,9	158,1	185,9	215,3	229,1	239,0	248,3	261,0	...
Octubre	69,8	82,4	104,2	134,3	158,9	187,3	215,6	228,4	237,3	247,3	261,9	...
Noviembre	70,3	83,8	107,9	136,5	161,3	189,0	216,9	228,1	237,6	248,2	263,6	...
Diciembre	71,5	86,3	111,8	140,3	165,5	193,2	220,7	231,5	243,2	250,4	269,8	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	60,7	71,8	87,3	112,9	140,5	165,6	194,8	220,0	232,0	241,7	249,1	270,5
Febrero	61,4	73,1	88,8	115,0	142,4	168,6	197,4	220,4	233,4	242,5	250,2	270,4
Marzo	61,9	73,9	90,5	118,0	143,8	171,0	199,6	221,9	234,9	242,6	250,9	276,2
Abril	63,4	75,1	92,7	120,0	146,5	172,5	202,2	222,6	235,3	243,1	253,7	279,5
Mayo	64,3	76,0	94,6	122,9	148,5	175,3	204,6	223,3	236,5	243,1	255,3	...
Junio	65,5	77,4	96,5	125,0	150,6	177,7	207,4	224,3	236,7	243,4	257,1	...
Julio	66,7	78,3	98,4	127,9	152,7	180,0	209,9	225,8	236,8	244,3	257,9	...
Agosto	67,8	79,7	100,2	129,7	155,3	182,7	211,9	226,8	237,5	245,5	259,0	...
Septiembre	68,8	81,1	102,2	131,9	157,8	185,3	214,3	227,9	237,6	246,9	259,6	...
Octubre	69,9	82,5	104,3	134,5	159,1	187,6	215,9	228,8	237,5	247,6	262,3	...
Noviembre	70,3	83,8	107,9	136,6	161,6	189,5	217,6	228,9	238,2	248,7	264,2	...
Diciembre	70,9	85,5	110,8	138,9	163,9	191,4	218,8	229,6	241,5	248,7	268,5	...

Emisiones públicas

Miles de millones de pesetas

	1969	1970	1971	1972	1973	1972				1973			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
ADMINISTRACION CENTRAL	34,8	10,1	61,4	43,1	18,3	20,7	11,3	4,4	6,7	8,5	-2,4	22,1	-9,9
Emisiones brutas	45,3	22,3	68,2	47,5	68,3	22,1	12,6	5,6	7,7	9,3	6,5	29,1	23,4
Amortizaciones	-10,5	-12,2	-6,8	-4,4	-50,0	-1,4	-1,3	-1,2	-0,5	-0,8	-8,9	-7,0	-33,3
Cédulas para inversiones	30,5	16,9	43,3	31,4	12,1	22,1	2,6	5,5	1,2	2,8	0,6	4,1	4,5
<i>Emisiones brutas</i>	<i>31,4</i>	<i>17,8</i>	<i>44,2</i>	<i>31,5</i>	<i>12,1</i>	<i>22,1</i>	<i>2,6</i>	<i>5,6</i>	<i>1,2</i>	<i>2,8</i>	<i>0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>4,5</i>
<i>Amortizaciones</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,1</i>	—	—	—	<i>-0,1</i>	—	—	—	—	—
Pagarés y bonos del Tesoro	4,5	4,5	—	—	12,0	—	—	—	—	6,5	-0,6	19,1	-12,9
<i>Emisiones brutas</i>	<i>10,2</i>	—	—	—	<i>56,2</i>	—	—	—	—	<i>6,5</i>	<i>5,9</i>	<i>25,0</i>	<i>18,9</i>
<i>Amortizaciones</i>	<i>-5,7</i>	<i>-4,5</i>	—	—	<i>44,2</i>	—	—	—	—	—	<i>6,5</i>	<i>-5,9</i>	<i>-31,8</i>
Obligaciones del Tesoro	—	4,5	-4,0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Emisiones brutas</i>	<i>1,7</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Amortizaciones</i>	<i>-1,7</i>	<i>-4,5</i>	<i>-4,0</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deudas amortizables	0,6	3,1	22,5	12,5	4,6	-0,7	8,7	-1,0	5,5	-0,7	-2,3	-1,1	0,5
<i>Emisiones brutas</i>	<i>2,0</i>	<i>4,5</i>	<i>24,0</i>	<i>16,0</i>	—	—	<i>10,0</i>	—	<i>6,0</i>	—	—	—	—
<i>Amortizable 6%</i>	—	—	<i>20,0</i>	<i>16,0</i>	—	—	<i>10,0</i>	—	<i>6,0</i>	—	—	—	—
<i>Otras</i>	<i>2,0</i>	<i>4,5</i>	<i>4,0</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Amortizaciones</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,5</i>	<i>-3,5</i>	<i>4,6</i>	<i>-0,7</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>-2,3</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,5</i>
Amortizaciones con cargo al Presupuesto	-0,8	0,9	-0,4	-0,8	1,2	-0,7	—	-0,1	—	-0,1	-0,1	—	1,0
INSTITUTO NACIONAL DE INDUSTRIA	11,7	11,8	7,0	15,3	10,9	-1,7	8,7	2,8	5,5	-1,1	3,1	4,4	4,5
Emisiones brutas	12,7	12,9	8,4	17,3	13,0	—	8,7	3,1	5,5	0,3	3,8	4,4	4,5
Amortizaciones	-1,0	-1,1	-1,4	-2,0	-2,1	-1,7	—	-0,3	—	-1,4	-0,7	—	—
ORGANISMOS Y CORPORACIONES	0,3	-0,1	-0,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Emisiones brutas	0,4	—	0,1	1,6	6,7	...	...	...	...	...	...	...	...
Amortizaciones	-0,1	-0,1	-0,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

Emisiones privadas

Miles de millones de pesetas

	1969	1970	1971	1972	1973	1972				1973			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Emisiones con aportación de fondos (a+b)	107,4	109,5	104,4	154,4	251,5	24,9	41,1	28,4	60,0	...	...	...	...
Renta fija	37,7	39,4	32,2	56,4	107,0	5,6	22,2	8,0	20,6	20,9	16,8	13,9	55,3
Emisiones brutas	43,1	52,0	49,4	71,8	124,0	9,2	27,5	11,5	23,6	25,2	20,7	18,0	60,1
Amortizaciones y conversiones	-5,4	-12,6	-17,2	-15,4	-17,0	-3,6	-5,3	-3,5	-3,0	-4,3	-3,9	-4,1	-4,8
Acciones	51,2	70,7	74,0	92,3	140,6	13,6	18,5	20,8	39,4	...	...	...	...
Participaciones de Fondos de Inversión	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	3,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0	-1,1	0,1	-0,1
a. Sociedades financieras	31,2	20,0	15,3	56,0	123,8	12,1	9,1	12,8	22,0	...	...	...	...
Bonos de caja (a)	7,0	7,5	3,7	21,6	55,1	3,6	2,5	6,5	9,0	4,5	3,8	10,9	35,9
Emisiones brutas	7,9	8,0	8,3	23,1	59,3	3,9	2,8	6,8	9,6	5,0	4,8	13,0	36,5
Amortizaciones y conversiones	-0,9	- 0,5	- 4,6	- 1,5	- 4,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-1,0	-2,1	-0,6
Acciones	5,7	13,1	13,4	28,7	64,8	2,8	6,2	6,7	14,5	...	...	...	...
Participaciones de Fondos de Inversión	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	3,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0	-1,1	0,1	-0,1
b. Sociedades no financieras	76,2	89,5	89,1	98,4	127,7	12,8	32,0	15,6	38,0	31,8	26,0	20,3	49,5
Obligaciones	30,7	31,9	28,5	34,8	51,9	2,0	19,7	1,5	11,6	16,4	13,0	3,0	19,4
Emisiones brutas	35,2	44,0	41,1	48,7	64,7	5,3	24,7	4,7	14,0	20,2	15,9	5,0	23,6
Amortizaciones y conversiones	-4,5	-12,1	-12,6	-13,9	-12,8	-3,3	-5,0	-3,2	-2,4	-3,8	-2,9	-2,0	-4,2
Acciones	45,5	57,6	60,6	63,6	75,8	10,8	12,3	14,1	26,4	15,4	13,0	17,3	30,1
2. Emisiones de acciones sin aportación de fondos	22,7	17,3	4,7	9,4	4,0	3,1	1,9	2,7	1,7	0,8	1,1	0,6	1,5
Sociedades financieras	3,5	3,2	3,3	2,3	0,3	2,2	-	-	0,1	0,1	0,2	-	...
Sociedades no financieras	19,2	14,1	11,4	7,1	3,7	0,9	1,9	2,7	1,6	0,7	0,9	0,6	1,5
3. Emisiones totales (1+2)	130,1	126,8	119,1	163,8	255,5	28,0	43,0	31,1	61,7	...	...	...	...
Renta fija (neto)	37,7	39,4	32,2	56,4	107,0	5,6	22,2	8,0	20,6	20,9	16,8	13,9	55,3
Acciones	73,9	88,0	88,7	101,7	144,6	16,7	20,4	23,5	41,1	...	...	...	...
Participaciones de fondos de inversión	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	3,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0	-1,1	0,1	-0,1
Sociedades financieras	34,7	23,2	18,6	58,3	124,1	14,3	9,1	12,8	22,1	...	...	...	...
Sociedades no financieras	95,4	103,6	100,5	105,5	131,3	13,7	33,9	18,3	39,6	32,5	26,9	20,9	51,0

(a) Las emisiones autorizadas en 1973 ascendieron a 76.300 millones de los que se estima que 17.000 no tuvieron colocación en el año, todos ellos correspondientes a lo emitido en el 4.º trimestre.

Colocación de las emisiones públicas y privadas

Miles de millones de pesetas

	1 9 7 0											1 9 7 1											1 9 7 2										
	Fondos públicos				Renta fija			Renta variable			Total	Fondos públicos				Renta fija			Renta variable			Total	Fondos públicos				Renta fija			Renta variable			Total
	Admi-nistración Central	I. N. I.	Corpo-raciones y Orga-nismos	Total	Bonos de caja	Indus-triales	Total	Finan-cieras	No finan-cieras	Total		Admi-nistración Central	I. N. I.	Corpo-raciones y Orga-nismos	Total	Bonos de caja	Indus-triales	Total	Finan-cieras	No finan-cieras	Total		Admi-nistración Central	I. N. I.	Corpo-raciones y Orga-nismos	Total	Bonos de caja	Indus-triales	Total	Finan-cieras	No finan-cieras	Total	
Exterior .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	10,8	10,8	—	—	—	—	—	—	...	...	13,8	13,8	—	—	—	—	—	—	—	...	...	14,4	14,4	
Administraciones Públicas	—1,0	0,8	—0,2	—0,4	0,1	0,1	0,2	...	...	4,5	4,3	—	—0,1	—0,5	—0,6	0,1	—0,9	—0,8	...	...	5,3	3,9	—	—	—	—	—	—3,3	—3,3	...	...	6,7	...
Tesoro .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	4,3	4,3	—	—	—	—	—	—	—	...	...	5,0	5,0	—	—	—	—	—	—	—	...	...	4,9	4,9
Organismos .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—
Corporaciones Locales .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	...	—	—
Seguridad Social	—1,0	0,8	—0,2	—0,4	0,1	0,1	0,2	...	...	0,2	—	—	—0,1	—0,5	—0,6	0,1	—0,9	—0,8	...	...	0,3	—1,1	—	—	—	—	—	—3,4	—3,4	...	...	1,8	...
Sistema Crediticio	15,0	11,5	0,5	27,0	1,8	21,3	23,1	...	...	17,1	57,2	61,7	8,3	0,3	70,3	2,5	29,8	32,3	...	...	17,8	120,4	41,6	15,1	0,3	57,0	20,1	29,2	49,3	...	...	13,5	119,8
Otras instituciones financieras	0,1	0,1	—	0,2	...	...	1,5	...	...	7,4	9,1	0,9	0,1	—	1,0	...	...	0,3	...	...	5,0	6,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Compañías de seguros	0,1	0,1	—	0,2	...	0,7	0,7	...	...	0,8	1,7	0,9	0,1	—	1,0	0,1	0,2	0,3	1,8	—	1,8	3,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sociedades de cartera	—	—	—	—	...	0,3	...	...	...	5,3	5,6	—	—	—	—	—	—	0,4	...	...	4,1	4,5	0,2	—	—	0,2	0,1	0,8	0,9	3,0	3,4	6,4	9,5
Fondos de inversión	—	—	—	—	0,1	0,4	0,5	...	1,3	1,3	1,8	—	—	—	—	—0,2	—0,2	—0,4	0,2	—1,1	—0,9	—1,3	—	—	—	—	—0,4	0,1	—0,3	—	1,4	1,4	1,1
Instituto Nacional de Industria	—	—	—	—	—	—	—	...	9,1	9,1	9,1	—	—	—	—	—	—	—	—0,1	2,2	2,1	2,1	—	—	—	—	—	—	—	—	1,3	1,3	1,3
Otros	—4,0	—0,6	—0,4	—5,0	...	...	14,6	...	...	38,5	48,1	—1,2	—1,3	—0,1	—2,6	...	...	0,4	...	...	42,9	40,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
TOTAL	10,1	11,8	—0,1	21,8	7,5	31,9	39,4	15,7	71,7	87,4	148,6	61,4	7,0	—0,3	68,1	3,7	28,5	32,2	14,9	72,0	86,9	187,2	43,1	15,3	—	58,4	21,6	34,8	56,4	36,7	70,7	107,4	222,0

BANCO DE ESPAÑA

INFORME ANUAL 1973

JULIO 1974

Entidades de financiación de ventas a plazos

Balance conjunto

Millones de pesetas

ACTIVO	Saldos a 31 de diciembre					
	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Tesorería	332	266	148	338	615	819
Caja	142	1	»	1	1	11
Banco	189	264	147	336	613	807
Letras y otros efectos timbrados	1	1	1	1	1	1
Cartera	3.709	4.131	4.433	4.306	5.542	8.905
Efectos en cartera	1.028	1.247	1.388	1.127	1.206	1.623
Efectos descontados pendientes vencimiento	2.681	2.884	3.045	3.179	4.336	7.282
Deudores	102	139	215	168	259	229
Diversas	1	—	—	58	5	9
Inmovilizaciones	183	179	181	190	198	203
Gastos constitución y primer establecimiento	22	16	15	21	24	27
Mobiliario e instalaciones	32	33	32	36	36	38
Máquinas de oficina	5	5	8	8	9	10
Finanzas	—	»	»	—	—	—
Inmuebles	124	124	126	125	128	127
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	4.328	4.717	4.978	5.060	6.619	10.165
PASIVO						
Capital y reservas	1.022	1.044	1.054	1.293	1.557	1.766
Capital escriturado	1.400	1.400	1.400	1.600	1.700	1.950
Capital pendiente desembolso	— 450	450	— 450	— 450	— 300	— 350
Reservas	72	93	104	119	129	140
Beneficios ejercicios anteriores	—	»	—	24	28	26
Provisiones y fondos	345	384	473	351	500	706
Fondos de amortización	19	18	26	34	38	45
Provisión fallidos	37	56	51	64	54	50
Provisiones varias	2	29	26	32	59	34
Ingresos netos financiación ejercicios futuros	287	281	370	221	349	577
Bancos	2.801	3.104	3.265	3.193	4.336	7.282
Por efectos descontados	2.681	2.884	3.045	3.178	4.336	7.282
Créditos	120	220	220	15	—	—
Acreedores	33	47	58	46	71	151
Compañías seguros, contratación c/ clientes	1	2	2	1	3	5
Prestatarios operaciones pendientes de pago	6	6	13	—	—	—
Cargas sociales y fiscales a pagar	18	7	21	22	26	12
Acreedores varios	7	32	22	22	42	134
Diversas	22	21	25	142	78	113
Resultados netos del ejercicio	104	115	104	35	77	147

FUENTE: Hasta 1970, Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo; para los años posteriores, Banco de España.

SIGNOS UTILIZADOS

... Dato no disponible.

— Cantidad igual a cero inexistencia del fenómeno considerado.

» Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

Ø Colocado detrás de un año (1960 Ø) indica que la cifra correspondiente es la media de los datos mensuales de dicho período.

(a) Notas al pie de los cuadros.

p Antepuesta a una cifra, indica que ésta es provisional.

T_1^3 Tasa de crecimiento de la media móvil trimestral de cada mes con relación a la media móvil trimestral del mes anterior, convertida en tasa anual.

INDICE

CAPITULO I

	Págs.
LA ECONOMIA INTERNACIONAL.....	9
I. La inflación mundial	10
I.1. El auge de los países industrializados.....	12
I.2. Los precios de los productos primarios.....	18
I.2.1. Los precios de los productos alimenticios.....	19
I.2.2. Los precios de otras materias primas.....	20
I.3. Los factores monetarios en la inflación internacional.....	25
II. Los ajustes de las balanzas de pagos	25
III. La evolución de los tipos de cambio	29
IV. La evolución de la peseta en la escena monetaria internacional	36
V. La crisis del petróleo	44
VI. La reforma del sistema monetario internacional	53

CAPITULO II

EVOLUCION GENERAL DE LA ECONOMIA EN 1973.....	57
I. Introducción	57
II. Producción y empleo	59
II.1. El sector agrario.....	62
II.2. El sector industrial.....	70
II.3. El sector construcción.....	73
III. Evolución de la demanda	75
III.1. Inversión.....	76
III.2. Consumo privado.....	82
III.3. Exportaciones.....	84
IV. Precios y costes	84
IV.1. La política anti-inflacionista.....	91
V. El sector público	96
V.1. El presupuesto de 1973.....	96
V.2. La política fiscal.....	101
VI. Sector exterior: La balanza por cuenta corriente	104
VI.1. Importaciones.....	104
VI.2. Exportaciones.....	110
VI.3. Balanza de servicios y transferencias.....	113

CAPITULO III

LA POLITICA MONETARIA.....	115
1. Objetivos de la política monetaria y evolución de las disponibilidades líquidas.....	115
2. El proceso de creación de las disponibilidades líquidas.....	119
3. El proceso de expansión del sistema bancario.....	125

	Pags.
4. Evolución de los activos líquidos del sistema bancario.....	131
5. La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja y los depósitos obligatorios..	147
6. La política de tipos de interés.....	150
7. La demanda bancaria de excedentes de liquidez y el proceso de expansión.....	153
8. Regulación legal de los instrumentos de la política monetaria.....	165

CAPITULO IV

LA EVOLUCION FINANCIERA.....	183
I. El sistema crediticio.....	183
I.1. Evolución de los recursos del sistema crediticio.....	184
I.2. Los activos del sistema.....	190
I.3. Aspectos institucionales.....	194
I.3.1. Recursos de los principales grupos de entidades crediticias.....	194
I.3.2. Trasvases de fondos entre instituciones financieras.....	197
I.3.3. Inversiones de las entidades de crédito.....	203
I.3.4. Los circuitos privilegiados.....	207
I.4. Otras entidades crediticias.....	215
II. El mercado de valores.....	217
II.1. El mercado de emisiones.....	218
II.1.1. Las emisiones públicas.....	219
II.1.2. Las emisiones privadas.....	221
II.2. La colocación de emisiones.....	225
II.3. La política de emisiones.....	227
II.3.1. Títulos de renta fija.....	227
II.3.2. Títulos de renta variable.....	229
II.4. El mercado secundario.....	230
II.5. Actuación de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.....	234
III. La financiación de los sectores.....	237
III.1. La actividad financiera del sector público.....	238
III.2. Flujos financieros con el exterior.....	242
III.3. La financiación del sector privado.....	246

CAPITULO V

LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1974.....	249
1. Los efectos de la crisis del petróleo.....	249
2. La política compensatoria.....	252
3. La evolución de la economía en el primer cuatrimestre de 1974.....	258
4. La política fiscal y la política monetaria.....	271
APENDICE ESTADISTICO.....	285

CAPITULO I

LA ECONOMIA INTERNACIONAL

La economía internacional ha registrado en el año 1973 una compleja gama de acontecimientos, cuya significación excede, en muchos casos, del ámbito estrictamente coyuntural y cuyas consecuencias persistirán, sin duda, durante un largo periodo de tiempo.

El año se abrió bajo el signo del desequilibrio en los pagos internacionales, que distaba de haber encontrado una corrección adecuada en la reestructuración de paridades acordada durante los últimos días del mes de diciembre de 1971. La nueva crisis monetaria, que culminó en el cierre de los mercados de cambios en el mes de febrero, condujo a un nuevo realineamiento de los tipos de cambios centrales y a una segunda devaluación del dólar, en tanto que algunas monedas, como la libra esterlina, la lira italiana, el franco suizo, el dólar canadiense y el yen japonés, optaban por una política de libre flotación que permitiera al mercado establecer su valor en el contexto de la nueva estructura de los cambios. Esta parecía capaz de restaurar el equilibrio de los pagos internacionales y, especialmente, de la balanza de pagos de los Estados Unidos en una perspectiva a plazo medio. Sin embargo, la persistente inquietud de los mercados y el temor a nuevas perturbaciones durante el inevitable período de transición hacia un nuevo equilibrio indujeron a los países de la C. E. E., con excepción del Reino Unido e Italia, a adoptar una política de flotación conjunta de sus monedas frente al dólar —a la que se sumaron Noruega y Suecia—.

La falta de confianza de los mercados, acentuada por los problemas políticos internos de los Estados Unidos, condujo a una fuerte depreciación del dólar en su flotación frente a las monedas europeas a partir del mes de mayo. Pero la balanza de pagos americana había comenzado a registrar ya una mejoría sustancial, confirmada a medida que transcurría el año, y así, el dólar inició en el mes de agosto una notable recuperación, acentuada, desde los últimos días de octubre, por la distinta incidencia sobre uno y otro lado del Atlántico de la nueva política de suministros y precios del petróleo, iniciada por los países árabes. Al finalizar el año, la moneda americana había recuperado las posiciones perdidas en los meses anteriores y se situaba, frente a las monedas europeas, aproximadamente al nivel medio efectivo resultante de la devaluación del mes de febrero.

El año 1973 había presenciado así un notable avance en la resolución del problema de los pagos internacionales heredado del pasado: el dólar aparecía fortalecido en los mercados, las cuentas exteriores americanas habían registrado una intensa evolución hacia el equilibrio y, aunque las negociaciones para la reforma del sistema monetario internacional avanzaban

con lentitud, la mayor disposición de los países a aceptar modificaciones oportunas de los tipos de cambio en situaciones de desequilibrio estaba facilitando la transición hacia un orden monetario más flexible. La mayor tranquilidad en el ámbito de los pagos internacionales fue bruscamente interrumpida, sin embargo, por la formidable elevación del precio del petróleo por los países productores al concluir el año. La flotación generalizada de monedas —a la que vinieron a sumarse, en los primeros días de 1974, el franco francés (abandonando la «serpiente» comunitaria) y la peseta— facilitó la absorción inicial del nuevo impacto, reduciendo a un mínimo las perturbaciones monetarias que hubieran podido producirse en otro caso; pero la economía mundial quedaba enfrentada con un gravísimo problema de desequilibrio en los pagos entre países consumidores y países productores de petróleo. Al mismo tiempo, el fortísimo encarecimiento de los productos petrolíferos venía a incidir sobre el intenso proceso de inflación, que había sido protagonista de la escena económica internacional a lo largo de 1973, e introducía importantes elementos de recesión mundial que iban a sumarse a los derivados de las políticas anti-inflacionistas desarrolladas por las autoridades y del propio agotamiento de la expansión cíclica.

El año 1973 ha sido testigo, en definitiva, de una situación rápidamente cambiante en la economía internacional, en la que los acontecimientos se han sucedido con excepcional rapidez por comparación a cualquier otro período desde la Segunda Guerra Mundial. Fue un año caracterizado por un gran auge económico a nivel mundial, acompañado de intensas tensiones inflacionistas y de un notable aumento del volumen y valor de los intercambios internacionales; las condiciones de oferta y demanda de numerosos productos primarios registraron alteraciones drásticas —transitorias, unas veces; permanentes, otras—, que modificaron sustancialmente la estructura de los precios relativos mundiales y los términos comerciales y las relaciones reales de intercambio en el plano internacional; los mercados financieros y de divisas registraron también cambios sustanciales en su funcionamiento y sus tendencias, y, finalmente, la crisis del petróleo abrió un nuevo período sembrado de riesgos en el que los distintos países, afectados en grados muy diversos, habrán de afrontar importantes desequilibrios en los pagos exteriores y combatir, de un lado, los importantes elementos recesivos de la situación y, de otro, la insostenible inflación mundial heredada del pasado y acentuada ahora por las repercusiones del alza de los crudos de petróleo.

I. LA INFLACION MUNDIAL

A lo largo de 1973 se han consolidado y acentuado gravemente las tensiones inflacionistas mundiales, que se han traducido en unos avances de los precios desconocidos en los últimos años. Estos se han registrado tanto en los precios de los bienes internacionalmente comerciados como en los de bienes no sujetos al comercio entre naciones. De acuerdo con los datos estimados por el Fondo Monetario Internacional, el deflactor del comercio mundial, medido en dólares, que fue del 10 por 100 en 1972, ha sido del 20 por 100 en 1973. Si bien esta cifra resulta

abultada por la devaluación del dólar del mes de febrero, los deflatores del comercio mundial en términos de Derechos Especiales de Giro, que han sido, respectivamente, del 11 por 100 en 1973 y el 9,1 por 100 en 1972, frente al 5,7 por 100 en 1971 y al 5,6 por 100 en 1970, resultan también muy elevados. Al mismo tiempo, los índices de precios de los diversos países han aumentado de manera incluso más notable durante el año.

El cuadro I-1 recoge la evolución del índice del coste de la vida en los países de la O. C. D. E. Como puede verse, la tasa de inflación de los precios de consumo se ha acelerado desde 1972 a 1973 prácticamente en todos ellos. Ocho de los 21 países del grupo presentan tasas de inflación superiores al 10 por 100 anual. Las informaciones disponibles para los países en vías de desarrollo indican que también éstos han sufrido, en general, una aceleración en el ritmo de aumento de sus precios en la segunda mitad de 1972 y a lo largo de 1973. Así, pues, puede afirmarse que se ha registrado un intenso proceso de inflación a nivel mundial reflejado no solo en los índices de precios al consumo interior de cada uno de los países, sino también en los precios de la mayor parte de los bienes que se hallan sujetos al comercio internacional. La generalización del actual fenómeno inflacionista es un rasgo tan destacado o más que las elevadas tasas de aumento de precios que caracterizan al mismo.

Las peculiaridades de tal proceso inflacionista son el resultado de la articulación de una gama compleja de factores. Cabe señalar, en primer lugar, una mayor sincronización de las fluctuaciones cíclicas en los últimos años, que ha hecho que los países industriales, con Estados Unidos y Japón a la cabeza, seguidos en muy pocos meses por la mayor parte de los países europeos, se adentrasen, hacia mediados de 1972, en un auge cíclico que alcanzó gran intensidad durante los seis u ocho primeros meses de 1973. Actuaron en este proceso sincrónico, por una parte, elementos meramente aleatorios y, por otra parte, el despliegue simultáneo en casi todos los países de políticas económicas fuertemente expansivas orientadas a combatir la recesión precedente e intensificadas por la resistencia al descenso mostrada por los niveles de paro. Tales impulsos expansivos se vieron, además, favorecidos por el formidable aumento registrado en la liquidez internacional desde finales de 1970, como consecuencia del déficit de la balanza de pagos americana y de otros factores concomitantes. La acumulación de fuertes superávits exteriores en numerosos países ejerció un efecto expansivo sobre las magnitudes

CUADRO I-1

Índice del coste de la vida
en los países de la O. C. D. E.

	Tasa media de crecimiento anual		
	1971	1972	1973
Canadá	2,9	4,8	7,6
Estados Unidos	4,3	3,3	6,2
Japón	6,1	4,5	11,7
Australia	6,1	5,8	9,8
Francia	5,5	5,9	7,3
Alemania	5,2	5,8	6,9
Italia	4,8	5,7	10,8
Gran Bretaña	9,4	7,1	9,2
Bélgica	4,3	5,5	6,7
Holanda	7,6	7,8	8,0
Dinamarca	5,8	6,6	9,3
Irlanda	8,9	8,7	11,0
Austria	4,7	6,3	7,5
Finlandia	6,1	7,4	11,9
Grecia	3,0	4,4	15,4
Noruega	6,2	7,2	7,4
Suecia	7,4	6,4	6,3
Suiza	6,6	6,7	8,9
Portugal	12,0	10,7	12,8
Turquía	19,0	15,1	13,8
España	8,3	8,3	11,6

FUENTE: O. C. D. E.

monetarias interiores y alejó transitoriamente las restricciones derivadas de posibles desequilibrios de balanza de pagos.

Al tiempo que el generalizado auge de los países industriales impulsaba un aumento notable de la demanda mundial de materias primas y energía, diversos acontecimientos de índole diferente, desde sequías en extensas zonas geográficas hasta acuerdos de revisión de precios de productos energéticos, tendieron a desequilibrar fuertemente los mercados internacionales de alimentos y materias primas, aumentando la alta demanda ya existente en algunos de estos productos y recortando ofertas tradicionales de otros.

1.1. El auge de los países industrializados.

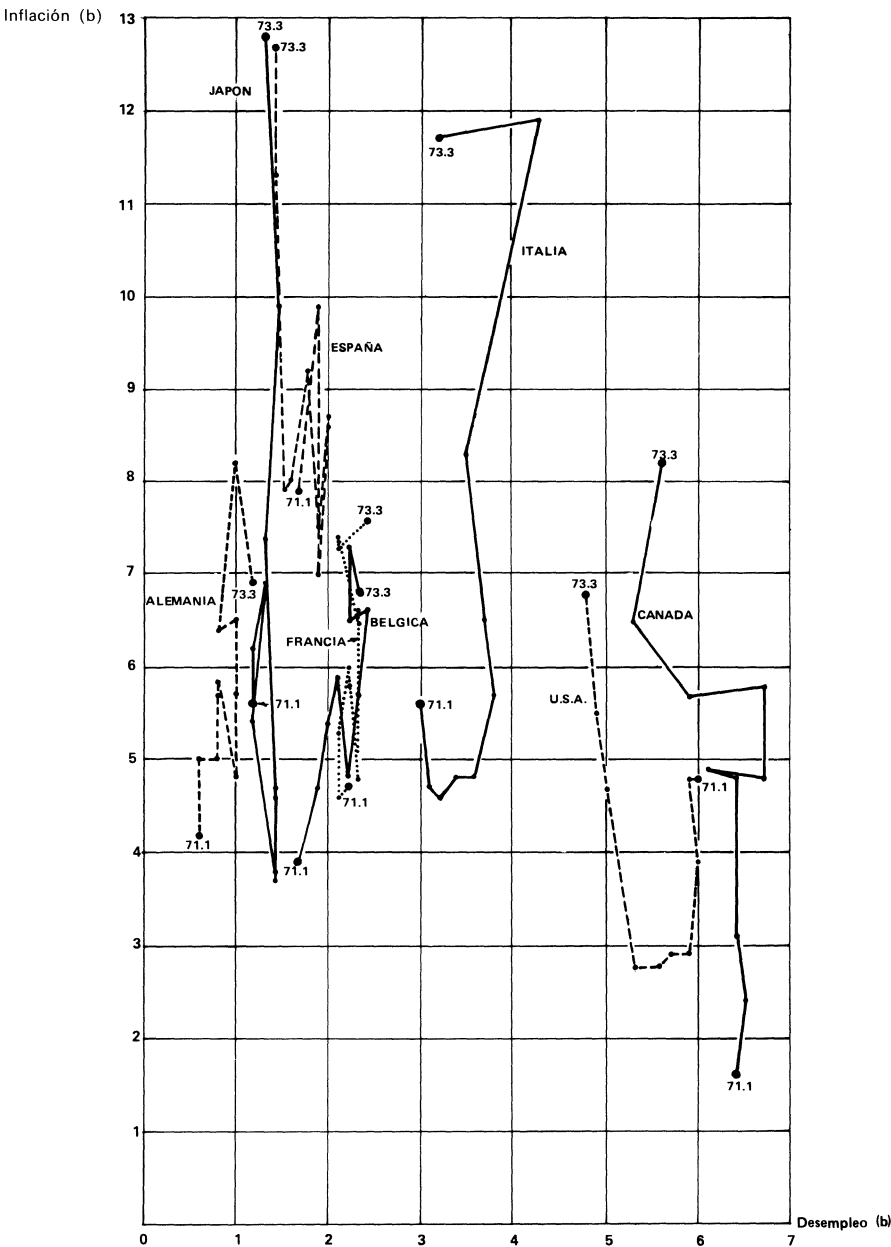
Como ya se ha indicado, una de las características más sobresalientes en la coyuntura económica de los países industrializados durante el último período ha sido el paralelismo de los movimientos de las demandas respectivas, cuyo fortísimo auge parece haber alcanzado su punto de flexión en la segunda mitad del pasado año. En la mayor sincronización de dichos movimientos intervinieron no solo un conjunto de circunstancias reales coincidentes, sino también la mayor convergencia en los puntos de vista de los diversos Gobiernos sobre las políticas monetarias, y fiscal a seguir en el corto plazo.

Por lo que se refiere al primer tema —la coincidencia de circunstancias reales en la coyuntura económica de los países industriales—, la O. C. D. E. señala que, para el conjunto de sus países miembros, el grado de recesión medido por la diferencia entre el producto nacional potencial y el efectivo de cada uno de ellos era en 1971 el más alto registrado desde el año 1961. Aunque en los Estados Unidos y Japón esta diferencia era bastante más acusada que en los países europeos, lo cierto es que, para el conjunto de los países considerados, cabe hablar de la simultaneidad de una severa recesión en el año 1971 y principios de 1972.

El gráfico I-1, que recoge la evolución de las tasas de desempleo y del aumento de los precios de consumo en un grupo destacado de países, por trimestres, entre 1971-1973, permite apreciar, por otra parte, el interesante comportamiento de la relación precios/desempleo en el período. El mantenimiento o el aumento de las tasas de desempleo durante la fase de recesión no fueron acompañados de la previsible desaceleración en el ritmo de avance de los precios de consumo. Y cuando las autoridades económicas de los países industrializados comenzaron a tomar medidas de carácter expansivo a lo largo de 1971 y los primeros meses de 1972 (con Estados Unidos y Japón a la cabeza, seguidos más tarde por Europa), los ritmos de crecimiento de los precios tendieron a acelerarse con prontitud, pero las tasas de desempleo mostraron una notable resistencia a la baja. En efecto, los porcentajes de paro no comenzaron a descender en los Estados Unidos hasta la segunda parte de 1972 y solo a finales de ese año y, sobre todo, en los primeros meses de 1973, se advirtió un descenso de los mismos en Japón, Canadá y los países europeos.

GRAFICO I-1

Desempleo e inflación en algunos países industrializados (a)



(a). Las cifras de las curvas indican el año y trimestre correspondiente al principio y final del período.
(b). Tasa de incremento de un trimestre sobre el mismo período del año anterior.
Fuentes: O.C.D.E. y Banco de España.

Esta notable rigidez a la baja del desempleo —cualesquiera que fueran las razones de la misma (1)— indujo, sin duda, a los distintos Gobiernos a adoptar medidas de política monetaria y fiscal de carácter más expansivo que el que hubiera tenido en otro caso. Por otra parte, la inclinación de las preferencias de los gobernantes en favor de la lucha contra el desempleo, relegando a un segundo plano el problema de la estabilidad de los precios, se vio favorecida por el menor coste de la inflación interna en términos de pérdida de competitividad de las exportaciones nacionales, en vista de la rápida expansión de la ola inflacionista a nivel mundial y de la mayor flexibilidad potencial de la política de tipos de cambio desde agosto de 1971.

El comienzo del auge cíclico de los países industriales debe localizarse especialmente en los Estados Unidos. La recesión norteamericana tocó fondo en los primeros meses de 1971, no obstante lo cual éste fue todavía un año de recuperación notablemente lenta, solo acelerada en el último trimestre del mismo. El año 1972 registró, sin embargo, un fuerte incremento del nivel de actividad, que se tradujo en un aumento de la producción industrial en un 9 por 100 y del P. N. B. en un 6,4 por 100, en términos reales. No es preciso insistir en lo elevado de estas tasas de crecimiento en una economía tan desarrollada como la norteamericana, explicables tan solo por el gran margen de capacidad inutilizada de que disponía al finalizar el año 1971 (2). Desde los últimos meses de 1970 hasta principios de 1972, el tipo de descuento aplicado por la Reserva Federal había bajado en siete ocasiones diferentes, pasando del 6 por 100 hasta el 4,5 por 100, que prevaleció durante todo el año 1972; a partir de agosto de 1971, y con la primera devaluación del dólar, otra serie de medidas monetarias y fiscales tendieron también —como la devaluación misma en menor medida, habida cuenta de la modesta importancia del sector exterior en la economía norteamericana— a impulsar la expansión de la demanda.

En Europa, sin embargo, los primeros meses de 1972 estuvieron todavía caracterizados por la lenta marcha de la actividad económica y por niveles de paro relativamente elevados. El descenso de los tipos de interés oficiales se había iniciado ya en la segunda mitad de 1970 y los primeros meses de 1971. En la primavera de 1972, las tasas de descuento de la mayor parte de los países europeos habían alcanzado las cotas de finales de 1968, antes de la gran subida de los tipos practicados en los mercados de Eurodólares. Al mismo tiempo, los años 1971 y 1972 fueron una época de grandes superávits de balanza básica de estos países (y también de entradas netas de capitales a corto plazo), cuya repercusión sobre las magnitudes monetarias fue escasamente contrarrestada dada la falta de impulso de la demanda interior.

- (1) Entre las cuales, en muchos casos, no estaban ausentes las puramente demográficas y estructurales, aunque tampoco debe descartarse el papel jugado por la extensión, durante el proceso, de las expectativas inflacionistas en los mercados de trabajo.
- (2) Baste recordar que en la década de los años 60, el crecimiento medio del P. N. B., en términos reales, de los Estados Unidos fue tan solo del 3,9 por 100.

En la segunda mitad de 1972, y en parte como consecuencia de este conjunto de medidas de política económica, era patente el intenso auge en la mayor parte de los países industrializados. Como puede verse en el cuadro I-2, las tasas de crecimiento del P. N. B. se aceleraron en los primeros seis meses de 1973 —con la excepción de Italia, donde las huelgas registradas durante el primer trimestre del año tuvieron un importante impacto en el perfil del crecimiento del producto a lo largo del mismo—. Fue precisamente en esta época, que coincidió con las más agudas tensiones de precios en los mercados internacionales, cuando el auge de los países industrializados alcanzó su punto culminante. Como puede verse, la tasa de crecimiento estimada para el segundo semestre del año 1972 es muy inferior a la del primero, mostrando los signos de una rápida desaceleración del ritmo de avance de la actividad económica que hay que atribuir, en parte, al simple hecho de haber alcanzado las economías el techo del pleno empleo en muchos casos y, en parte, a la incidencia de las medidas anti-inflacionistas que comenzaron a adoptar los Gobiernos ante el desbordamiento de las alzas de precios.

Así, pues, aunque el año 1973 presenció el punto de inflación cíclico para el conjunto de los países industrializados, éstos registraron durante el mismo una fuerte expansión económica, con tasas de crecimiento del P. N. B., en términos reales, superiores en la mayoría de los casos a las del año anterior y situadas por encima de las tasas medias registradas en el último decenio —especialmente en los casos de Estados Unidos y Gran Bretaña—. La tendencia a la desaceleración de los ritmos de incremento de la demanda y el nivel de actividad observada en la segunda mitad de 1973 hubiera tendido a acentuarse en 1974, ejerciendo simultáneamente una acción moderadora sobre las tasas de inflación. Sin embargo, la crisis del petróleo vino a incidir bruscamente sobre estas expectativas en los últimos meses del año, acentuando los factores de recesión e introduciendo un nuevo e intenso factor de alza de los precios de cara a 1974.

En los Estados Unidos, el motor del auge lo constituyó la demanda de inversión, a la que hay que añadir el comportamiento imprevisible de los consumidores, que, antes de las restricciones de rentas contractuales que trajo consigo la llamada Fase II del Programa de control de precios y rentas, reaccionaron disminuyendo considerablemente la propensión media al ahorro. Más tarde se hicieron sentir los efectos de la devaluación del dólar, generando un nuevo elemento de presión de la demanda a través del crecimiento de las exportaciones. El auge alcanzó su punto máximo en el primer semestre de 1973, período en el que la tasa anual de avance del P. N. B., en términos reales, alcanzó un 6,9 por 100, mientras el incremento de la producción industrial se situaba en un 9,9 por 100. Pero también los precios mostraron un fuerte dinamismo en los primeros meses del año, tras el paso, en el mes de enero, a la Fase III del Programa de control de precios y rentas, por el cual, y con excepción de algunos productos, los precios y salarios pasaban a un sistema de autocontrol desde el de regulación obligatoria pública que había caracterizado la Fase II del Programa. Esta aceleración del proceso inflacionista, especialmente fuerte en el sector de alimentos, llevó a las autoridades americanas a adoptar, en la primavera, unas políticas fiscal y monetaria más restrictivas, al tiempo que se entraba en una nueva fase de control obligatorio de precios y rentas en el mes de junio. La

Crecimiento del P. N. B. en términos reales en algunos países industriales

	Tasas anuales y semestrales elevadas a tasas anuales						
	1971	1972	1973	1972 I	1972 II	1973 I	1973 II
Canadá.....	5,8	5,8	7,0	4,9	5,3	9,2	4,5
Estados Unidos.....	2,7	6,1	5,9	7,3	7,3	6,9	2,6
Japón.....	6,4	9,6	10,4	9,0	13,8	12,2	3,3
Francia.....	5,5	5,5	6,2	4,9	5,6	6,5	6,0
Alemania.....	2,7	3,0	6,2	5,8	1,3	11,2	1,5
Italia.....	1,6	3,5	5,2	2,2	4,7	3,0	10,0
U. K.....	2,7	3,0	6,7	1,3	7,5	8,4	3,0
Australia.....	4,1	2,4	6,0	...	...	...	...
Bélgica.....	3,7	4,9	6,0	...	...	...	...
Holanda.....	4,5	4,4	4,0	...	...	...	...
Dinamarca.....	...	5,0	4,5	...	...	...	...
Irlanda.....	3,1	3,0	6,0	...	...	...	...
Austria.....	5,6	6,4	6,0	...	...	...	...
Finlandia.....	2,5	6,8	6,0	...	...	...	...
Noruega.....	5,5	4,3	4,0	...	...	...	...
Suecia.....	—	2,1	4,2	...	...	...	...
España.....	4,6	8,2	7,9	...	...	...	...

FUENTE: O. C. D. E. y Banco de España.

segunda parte del año presenció una clara desaceleración del crecimiento de la demanda y la actividad económica, debida, en parte, al propio agotamiento del auge y, en parte, a las medidas restrictivas de las autoridades. La tasa anual de crecimiento del P. N. B., en términos reales, durante este segundo semestre, fue tan solo del 2,6 por 100 y con un perfil decreciente entre el tercer y cuarto trimestres. Por ello, las restricciones monetarias y fiscales comenzaron a suavizarse a partir del mes de octubre y continuaron haciéndolo en los meses siguientes, cuando la crisis del petróleo introdujo importantes elementos adicionales de recesión que señalaban hacia un estancamiento de la producción en 1974.

La economía de Canadá ha seguido de cerca, como es usual, la evolución de la coyuntura económica de su vecino. Con una demanda vigorosa, especialmente en la inversión de viviendas y en los gastos de consumo, y favorecida por una mejora en la relación real de intercambio con el resto del mundo, Canadá ha registrado una tasa de crecimiento del 7 por 100 en su P. N. B., en términos reales, durante el año, aunque el porcentaje de paro solo comenzó a ceder en la primavera de 1973, desde los niveles máximos que arrastró durante 1971 y 1972. Las tensiones inflacionistas se han acelerado también durante el pasado año y tanto la política monetaria como la política fiscal han sido en la segunda parte del año menos expansivas que en el período anterior. Sin embargo, el hecho de que el P. N. B., en términos reales, estuviera avanzando en el segundo semestre del año a una tasa que era la mitad de la registrada en el primer semestre (4,5 por 100 frente a 9,2 por 100) y la mejora esperada en su situación exterior durante los próximos meses, como consecuencia del alza de los precios de las materias primas, han detenido la actuación de las autoridades económicas, sin que pueda

decirse que el Gobierno haya adoptado en ningún momento una política económica de signo abiertamente restrictivo.

Japón registró en 1973 un crecimiento del P. N. B., en términos reales, del 10,4 por 100. La aceleración del ritmo de actividad tuvo su momento máximo en el primer semestre del año, cuando la tasa real de crecimiento del P. N. B. se situó en torno a un 12,2 por 100 y la producción industrial avanzó a ritmos del 23,4 por 100. Tan intenso auge hubo de generar intensas presiones en el mercado de trabajo, siempre poco fluido por las características de la política de empleo seguida por las empresas japonesas, y los estrangulamientos productivos se multiplicaron en el sistema. El resultado fue un violento proceso inflacionista, que situaba la tasa de inflación al nivel de un 19,1 por 100 en el mes de diciembre, con relación al mismo mes del año anterior, al tiempo que la balanza de pagos por cuenta corriente mostraba un acusado empeoramiento. Todo ello llevó a las autoridades japonesas a adoptar, a lo largo del año, sucesivas medidas restrictivas en materia de política monetaria, que llevaron el tipo de descuento al nivel, sin precedentes, del 9 por 100, en el mes de diciembre, y a introducir una tónica más restrictiva en la política fiscal. Durante el segundo semestre del año, la tasa de crecimiento del P. N. B., en términos reales, fue solamente del 3,3 por 100; pero la crisis del petróleo, con sus repercusiones inflacionistas, y el hecho de ser Japón uno de los países más adversamente afectados por dicha crisis, han llevado a las autoridades a mantener el tono restrictivo de su política económica.

Los mismos rasgos básicos se han registrado en la evolución de la coyuntura económica en la mayor parte de los países europeos durante 1973. Para el conjunto del año, puede hablarse de una fuerte expansión: solamente en los países nórdicos y Holanda se han estimado tasas de crecimiento del P. N. B., en términos reales, inferiores al 5 por 100, aunque superiores al 4 por 100 en todos los casos; el Reino Unido, Francia y Alemania, entre los países más importantes, y Austria, Bélgica, Finlandia, Islandia y España, entre los de menor magnitud económica, han registrado tasas de crecimiento del 5,5 por 100 o superiores; incluso Italia ha reforzado considerablemente su tasa de expansión, a pesar de los disturbios laborales en la primera parte del año.

En la mayor parte de estos países, el componente más dinámico de la demanda fue la inversión en capital fijo, aunque en algunos de ellos, como el Reino Unido, se registró un importante aumento del consumo privado, y en otros, como la República Federal Alemana, desempeñaron un papel expansivo importante las exportaciones. La fase máxima del auge coincidió, en general, con el primer semestre de 1973, cuando el P. N. B., en términos reales, estaba creciendo a tasas del 11 por 100, en Alemania; del 9 por 100, en el Reino Unido, y del 7 por 100, en Francia; pero también fue general la tendencia a una aceleración de la tasa de inflación desde los últimos meses de 1972 y ello obligó a las autoridades a adoptar políticas económicas de signo más restrictivo, pese a que la reducción del empleo, a lo largo del auge, ha sido —con la excepción, tal vez, del Reino Unido— relativamente moderada. A partir del verano de 1973, Francia impuso límites estrictos al crecimiento del crédito bancario. En la República Federal

Alemania se introdujo un plan de estabilización en el mes de mayo, que comprendía medidas monetarias y fiscales de signo restrictivo, y también se adoptaron políticas restrictivas de cierta importancia en Holanda, Suecia y Suiza. Como consecuencia de estas políticas, y del propio agotamiento del auge, el segundo semestre de 1973 contempló tasas de crecimiento real inferiores a las de la primera parte del año, con excepción de Italia, aunque la intensidad de la desaceleración varió considerablemente, desde una tónica fuerte, en Alemania, hasta otra muy suave, en Francia. La persistencia de las tensiones inflacionistas impidió, sin embargo, que las autoridades económicas pasasen a políticas más expansivas, si se exceptúan los casos de Alemania, donde la pérdida de ritmo de la demanda parecía ser demasiado fuerte, y del Reino Unido e Italia, cuyas políticas fiscales conservaron una tónica más bien expansiva. La crisis del petróleo ensombreció las expectativas de la economía europea para 1974; sin embargo, los países industriales de Europa registrarán en los próximos meses, con toda probabilidad, una desaceleración de su ritmo de actividad más moderada que los Estados Unidos o el Japón.

El auge intenso y generalizado de los países industrializados hubo de conducir a estrangulamientos productivos y generar presiones en los mercados de trabajo; y estas presiones se tradujeron en importantes elevaciones de los salarios monetarios, pues si bien el desempleo mostró una resistencia al descenso, las expectativas inflacionistas de los trabajadores estaban muy consolidadas y se veían reforzadas por las importantes elevaciones de los precios de los productos alimenticios. Las alzas de salarios monetarios durante 1973 fueron relativamente moderadas en Estados Unidos y Canadá (7-8 por 100), mostraron una menor intensidad que en 1972 en el Reino Unido (12,2 por 100) y se aceleraron en los demás países, registrando su empuje extremo en Japón e Italia, con elevaciones aproximadas del 23 por 100 y el 30 por 100, respectivamente. Puesto que las alzas de precios al consumo erosionaron considerablemente el avance de los salarios monetarios, el clima de reivindicaciones alcistas de salarios prometía conservar su intensidad en 1974, aun antes de iniciarse la crisis del petróleo.

No fueron, sin embargo, los costes-trabajo los únicos elementos de los costes primarios que registraron importantes elevaciones durante 1973. También los costes de las materias primas registraron avances muy fuertes durante el período como consecuencia, al igual que en el caso de los salarios, de la presión de la demanda y de la actuación de factores por el lado de la oferta. Por otra parte, el alza mundial de los alimentos contribuyó, de forma importante, a estimular el clima inflacionista del año.

1.2. Los precios de los productos primarios.

La elevación de los precios de los productos primarios en los mercados mundiales desde mediados de 1972 ha sido excepcional y sin precedentes; entre el último trimestre de 1972 y el último trimestre de 1973, los precios de dichos productos avanzaron en torno a un 60 por 100 en dólares y el alza todavía no ha cedido. Las elevaciones de los precios de los productos alimenticios fueron relativamente moderadas, dentro de la intensidad del fenómeno que estamos

considerando; pero las materias primas agrícolas se encarecieron un 75 por 100 a lo largo de 1973 y los precios de los metales registraron un avance de similar magnitud. El intenso auge de los países industrializados, las incertidumbres monetarias que fomentaron las compras especulativas y una compleja gama de factores por el lado de la oferta —que van desde malas cosechas de muchos productos agrícolas hasta huelgas, cierres de algunas plantas de tratamiento de metales y bajas inversiones en algunos sectores durante la década de los años 60— se han articulado para producir esta formidable expansión de los precios de los productos primarios.

Los precios de los productos alimenticios.

Los años 1971 y 1972 registraron condiciones climáticas adversas, por lo que se refiere a las cosechas de cereales. Puede decirse que la cadena de acontecimientos comenzó por una reducción en las cosechas de cereales, especialmente trigo, en la U. R. S. S. La cosecha de trigo en el mismo año en los Estados Unidos y Australia, dos de los principales países productores, también fue más pequeña que en el año anterior. En China Continental, la India y varios de los países del Sudeste Asiático se registraron disminuciones importantes en la producción de cereales, sobre todo arroz. En la campaña 1972-73 se calcula que la producción mundial de trigo ha disminuido en un 5 por 100, en tanto que el comercio mundial de este grano ha aumentado en cerca del 40 por 100 en valor, aunque en bastante menor proporción en términos de volumen. Con el comienzo de las compras de este cereal por parte de la U. R. S. S. en la segunda parte de 1972, el precio del mismo pasó de 60 dólares por tonelada, en agosto-septiembre de dicho año, hasta 108 dólares que se pagaron en enero de 1973. Aun cuando el precio del trigo disminuyó posteriormente hasta situarse en torno a los 98-100 dólares por tonelada, subió de nuevo, durante los meses de verano, a los niveles registrados en enero; la oferta mundial de trigo fue insuficiente para cubrir la demanda total y se redujeron drásticamente los «stocks» acumulados en los pasados años de excedentes. Tampoco la oferta de arroz en la campaña 1972-73 ha sido suficiente para cubrir la demanda mundial de este cereal. La coincidencia de la reducción de su cosecha con la de otros granos en las mismas zonas de cultivo (India, China Continental y Sudeste Asiático) contribuyó a que los precios de algunas variedades de arroz se elevaran en los primeros meses de 1973 hasta un 50 por 100 sobre los registrados doce meses antes.

Las cosechas de cereales-pienso han sido también más pequeñas en los últimos tiempos. El aumento en la demanda en un momento de sequía en los países ganaderos, con la consiguiente pobreza de pastos, ha redundado en un incremento notable en la utilización de los piensos compuestos en la alimentación del ganado. Al mismo tiempo, la reducción en las capturas por parte de la flota pesquera del Perú, primer oferente mundial de harina de pescado, y la consiguiente subida de precios de la harina de soja, han obligado a una creciente sustitución en la fabricación de piensos compuestos de estos productos por los cereales-pienso y a una mayor utilización de los mismos en la alimentación directa del ganado. El precio del más importante

de estos productos, el maíz, que era de 60 dólares la tonelada en el período de agosto-septiembre de 1972, alcanzó los 92 dólares por tonelada en enero de 1973, manteniéndose a tal nivel, con pequeños flexiones posteriormente, hasta el final del verano, en que comenzó a bajar.

El aumento en la demanda de carne en los últimos años coincidió en los pasados meses con la reducción de los cupos de exportación de varios de los países productores sobre una oferta global, la de 1972, que fue inferior a la de 1970. Pese a ello, y a la subida en los últimos tiempos de su coste de producción, el alza de precios de la carne ha sido menos notable que la registrada en los cereales.

Finalmente, es preciso señalar las subidas en los últimos meses de otros productos alimenticios sujetos al comercio internacional tales como el cacao, cuyo precio ha subido en un 100 por 100 en 1973 sobre 1972 —debido a las condiciones de sequía en el Africa Occidental—; el café, que ha subido en el mismo período en un 24 por 100 —debido a las malas condiciones climatológicas en muchas de las plantaciones del principal oferente, Brasil—, o el azúcar, que entre esas dos fechas ha subido en algo más del 30 por 100. Igual que en los metales y otras materias primas, estos precios hacen referencia al mercado libre y la subida efectiva de estos productos, la mayor parte de ellos vendidos en condiciones previas de contrato, ha sido, desde el punto de vista de los importadores, bastante inferior a la que aquí registramos. No obstante, es preciso señalar que esto ha dado lugar a revisiones al alza de algunos de los contratos en vigor y, sobre todo, de los firmados durante el período; a reducciones de las cuotas acordadas, con el fin de dirigir una parte mayor de la oferta al mercado libre residual, y a la contratación de elevados precios de venta a futuros. Como consecuencia de todo ello, y pese a la mejora experimentada en la oferta de la mayor parte de estos productos, la reposición de «stocks» y las contrataciones ya acordadas anteriormente impedirán una bajada importante de los precios de los mismos a lo largo de 1974.

Los precios de otras materias primas.

El cuadro I-3 recoge la evolución de los precios de otras materias primas vegetales y minerales de gran utilización en los procesos industriales, valoradas a los precios nacionales de los países de origen más importantes —caucho, algodón y lana— y en libras esterlinas para los metales cotizados en el mercado de Londres. En la mayor parte de los casos, por tanto, los precios reflejan, en parte, la pérdida de poder de cambio internacional de esta última moneda, y del dólar americano, en el caso del algodón y del caucho.

En general, y con excepción del algodón, la lana y el caucho, los factores de demanda constituyen la explicación principal de las subidas de precios de estas materias primas. Por lo que se refiere a los metales, los precios de los mismos se mantuvieron deprimidos durante 1971 y a lo largo de casi todo el año 1972. A medida que el auge industrial de los países avanzados fue adquiriendo mayor intensidad en los últimos meses de 1972 y primeros de 1973, la demanda

de estas materias primas empujó al alza sus precios. De acuerdo con diversos análisis, la inestabilidad en los mercados de cambios tuvo también importancia en el proceso de subida de precios a través de la generación de demandas especulativas, as como la difusión de un sentimiento de inseguridad entre los demandantes sobre la posibilidad de un abastecimiento continuo y adecuado de estos productos.

En el caso del caucho, junto al aumento de la demanda, es preciso considerar la influencia que la subida de los productos petrolíferos ha tenido sobre el coste de producción del caucho sin-

CUADRO I-3
Aumentos porcentuales de precios de algunas materias primas

	4.º trim. 1972 4.º trim. 1971	4.º trim. 1973 4.º trim. 1972
Caucho	12,0	85,4
Algodón	— 1,2	147,8
Lana merino.....	125,2	17,9
Plomo	39,6	69,3
Cinc.	13,8	289,8
Cobre	4,6	113,9
Estaño	12,0	55,7

FUENTE: National Institute of Economic and Social Research (Londres).

Indices de precios de los productos primarios

Base 1968-70 = 100, en términos de dólares USA.

	Total	Agrícolas		Minerales y metales
		Alimentos	No alimentos	
1971				
I	101,0	111,2	90,0	94,8
II	102,3	110,1	93,4	97,8
III	101,2	108,1	93,9	96,6
IV	101,5	107,8	96,5	95,8
1972				
I	110,5	118,6	106,2	101,4
II	112,7	121,2	111,0	100,3
III	114,3	125,4	114,3	96,0
IV	121,1	129,2	135,1	94,5
1973				
I	140,8	143,2	173,3	106,1
II	159,6	165,0	188,7	123,2
III	183,8	186,3	223,1	142,6
IV	194,0	193,0	234,7	157,1
Enero	130,3	137,7	151,6	98,2
Febrero	138,5	143,2	166,4	104,4
Marzo	150,6	148,6	191,1	115,8
Abril	149,4	153,9	174,1	118,9
Mayo	156,0	162,0	183,2	120,6
Junio	167,2	169,2	203,2	130,1
Julio	182,3	185,8	216,9	144,1
Agosto	186,1	187,7	228,5	143,6
Septiembre	182,9	185,3	223,9	140,2
Octubre	190,0	191,3	231,8	148,3
Noviembre	192,1	191,3	226,5	161,1
Diciembre	199,8	197,3	245,7	162,1

FUENTE: National Institute of Economic and Social Research (Londres).

tético en los últimos tiempos. Por lo que se refiere a la lana, cuya demanda ha aumentado de manera apreciable en los últimos dos años, como consecuencia de un nuevo impulso en la actividad textil —especialmente en el Japón—, hay que tener en cuenta también el papel desempeñado por la reducción de la oferta, como consecuencia de la notable caída de sus precios en el período 1969-71. La excepcional elevación del precio del algodón se debe tanto a la intensificación de la demanda como a la destrucción por las inundaciones de una parte de la cosecha paquistaní y a la baja oferta de los Estados Unidos.

Capítulo aparte merece, sin duda, la evolución de los precios del petróleo a lo largo de 1973. El tema tiene tan importantes repercusiones no solo sobre el nivel de inflación mundial, sino también sobre el proceso de ajuste de balanza de pagos y sobre la coyuntura económica internacional, que será objeto de examen en un epígrafe independiente dentro de este mismo capítulo.

El gráfico I-2 expresa, de un modo dramático, la evolución de los precios de los productos primarios en los mercados mundiales durante los últimos años. El índice general (con base 100 para el período 1968-70) alcanzaba un nivel de 121 en el último trimestre de 1972 y llegaba a

CUADRO I-5
Aumentos porcentuales de los precios de las materias primas y al consumo

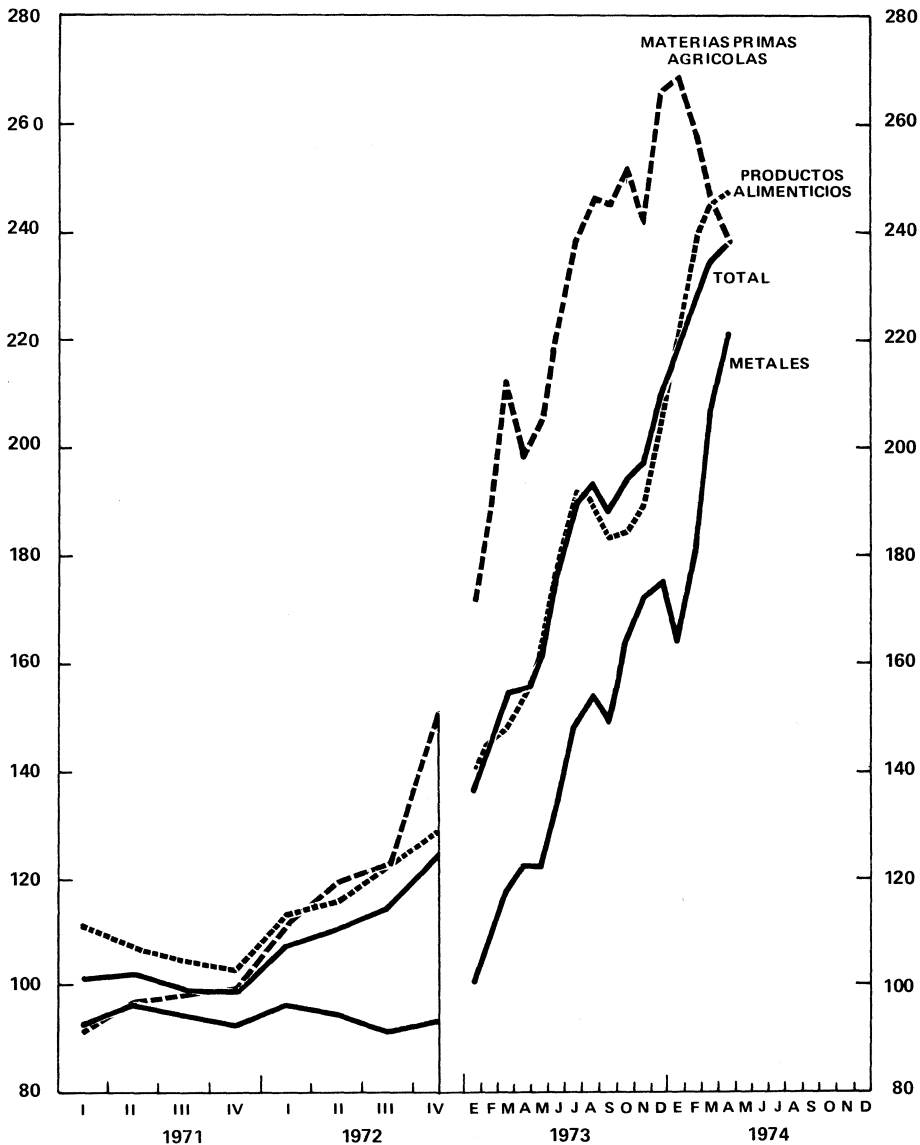
	Precios industriales		Precios al consumo	
	B. Manufacturados	Materias primas	Alimentos	No alimentos
Estados Unidos	17,8	34,8	20,1	5,6
Canadá	18,6	39,7	14,8	6,2
Japón	21,4	37,0	19,9	18,6
Finlandia	17,3	32,1	10,9	18,3
Francia	14,8	39,1 (b)	10,6	7,0
Alemania	5,3 (a)	18,8 (b)	5,9	8,6
Italia	30,8 (a)	26,6	11,5	11,4
Holanda	9,1	16,9 (b)	6,5	9,1
Noruega	5,3 (a)	14,4 (b)	6,5	8,2
Suecia	19,2	23,8 (b)	6,6	8,2
Gran Bretaña	10,5	45,2	13,7	8,7
Media simple	15,5	29,8	11,5	10,0

(a) Índice de precios de los bienes de equipo solamente.
(b) Índices de precios de bienes intermedios (primeras materias y semifabricados).

FUENTE: O.C.D.E.

GRAFICO I-2

Indice de precios de bienes exportados
por los países productores de materias primas
(1968-70 = 100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

la cota de 194 en el último trimestre de 1973. Del impacto de la evolución de los precios mundiales de estas mercancías sobre las tasas de inflación registradas en los países industrializados pueden dar idea los datos recogidos en el cuadro I-5, en el que se compara, por un lado, el precio de las materias primas frente al de los productos manufacturados y, por otro, el subíndice del coste de los alimentos en los precios al consumo con el subíndice de otros bienes y servicios. Dichos datos pueden interpretarse como un testimonio de la influencia directa de los precios de los productos primarios sobre la evolución de los precios internos de dichos países. Con la excepción de Italia, el aumento de los precios de las materias primas supera ampliamente, en todos los países, al de los productos manufacturados; por término medio, el aumento de aquéllas ha superado en 14 puntos al registrado en el precio de los productos manufacturados. Por lo que se refiere al coste de la vida, el aumento del componente de alimentación en los países considerados ha sido, en promedio, superior en punto y medio al del componente no alimenticio.

El comportamiento de los precios de los productos primarios durante los últimos tiempos ha afectado considerablemente, como es lógico, a las relaciones de intercambio en el comercio mundial. Entre 1950 y 1968, los precios mundiales de exportación, en términos de dólares, de los productos primarios (exceptuado el petróleo) se habían mantenido aproximadamente estables, en tanto que los precios de exportación de los productos manufacturados habían avanzado casi en un 30 por 100; pero, tras la evolución de los dos últimos años, la relación de intercambio entre ambos grupos de productos había vuelto, a finales de 1973, aproximadamente a la situación de 1950. Aunque el fenómeno ha supuesto, como es natural, un empeoramiento de la relación real de intercambio de los países industrializados, considerados en su conjunto, durante el año 1973, el impacto sobre la relación real de intercambio de cada uno de ellos ha sido muy variado, dependiendo de la participación relativa de los productos primarios y las manufacturas en sus exportaciones e importaciones. En todo caso, tal impacto ha hecho que las variaciones en las relaciones reales de intercambio durante el año fueran muy distintas de lo que los movimientos de los tipos de cambio hacían esperar. Ello explica, por ejemplo, que el empeoramiento de la relación de intercambio de los Estados Unidos durante el año fuera solamente dos puntos porcentuales mayor que el registrado en la relación real de intercambio del Japón y aproximadamente semejante al sufrido por la República Federal Alemana, a pesar de la devaluación del dólar y de las revaluaciones del yen japonés y del marco alemán. El Reino Unido e Italia, entre los países industrializados, registraron los más fuertes deterioros en la relación real de intercambio durante el año 1973.

Tras alcanzar un máximo durante el primer trimestre de 1974, los precios de los productos primarios (excluido el petróleo), iniciarán probablemente una fase de descenso hacia mediados de año. El ritmo de expansión de la demanda de materias primas industriales y de alimentos registrará una considerable pérdida de empuje, como consecuencia de la recesión internacional, y la oferta de numerosos productos parece encaminada a aumentar sustancialmente, bien por la obtención de mejores cosechas, bien por reacciones de la producción ante los altísimos precios alcanzados o como consecuencia de medidas específicas de los Gobiernos, en

algunos casos. El alza de los precios de los crudos de petróleo afectará, sin duda, a las condiciones de costes de algunos productos primarios, y el ejemplo de los países integrantes de la O. P. E. P. tratará de ser seguido en otros productos. Sin embargo, la tendencia general de los precios mundiales de los productos primarios, aparte del petróleo, será probablemente descendente en el próximo futuro, con movimientos sustanciales en ciertos casos, a medida que la recesión mundial vaya haciéndose patente en los mercados.

1.3. Los factores monetarios en la inflación internacional.

Cualquiera que sea la opinión aceptada respecto del grado de influencia de las magnitudes monetarias sobre la evolución de la demanda global de bienes y servicios y la determinación de sus precios, no cabe duda de que un auge inflacionista tan intenso como el que ha acontecido en los últimos dieciocho o veinte meses, a nivel mundial, precisa de un elevado grado de liquidez internacional para que su instrumentación no se vea dificultada por restricciones de carácter monetario. Si se tiene en cuenta, sin embargo, que la liquidez internacional, que en el período 1953-1969 había aumentado a un ritmo anual del 2,2 por 100, creció a una tasa del 24 por 100, en términos de D. E. G., durante el trienio 1970-1972, hay base para pensar que los factores monetarios no han desempeñado un papel meramente permisivo en la reciente inflación mundial.

Tan intenso incremento de la liquidez internacional, distribuido de un modo general, aunque no uniforme, entre las grandes áreas económicas mundiales —incluidos los países subdesarrollados, beneficiarios importantes del alza de precios de los productos primarios durante los dos últimos años—, ha contribuido directamente a la expansión de las magnitudes monetarias internas de los países excedentarios y, al debilitar la restricción impuesta por la balanza de pagos, ha debido de ejercer un efecto alentador de las políticas expansivas de demanda y facilitar la transmisión internacional de la inflación.

Las modificaciones de los cambios y la incertidumbre que las ha acompañado también han ejercido una influencia significativa sobre el proceso inflacionista. Las devaluaciones del dólar han aportado, sin duda, un impulso alcista en los precios internacionales; y la incertidumbre cambiaria ha alentado la formación de «stocks» especulativos de bienes y ha tendido a elevar los precios a futuros denominadores en monedas que, como el dólar americano o la libra esterlina, estaban bajo sospecha. Más problemático es el efecto neto de la generalización de los cambios fluctuantes sobre la transmisión de la inflación, desde una perspectiva mundial.

II. LOS AJUSTES DE LAS BALANZAS DE PAGOS

A lo largo del año 1973, y hasta la irrupción de la crisis del petróleo, las balanzas de pagos mostraron procesos de ajuste tendentes a un mayor equilibrio de los pagos internacionales. El centro de este proceso fue, naturalmente, la balanza de pagos de los Estados Unidos, cuyo

déficit se redujo sustancialmente a lo largo del período. En contrapartida, un conjunto de países industriales, como Francia, Italia, Gran Bretaña y Japón, vieron disminuir fuertemente sus excedentes por cuenta corriente, hasta registrar un cambio de signo en el caso de los tres primeros; otros países industriales, como Alemania, Bélgica y Holanda, vieron, por el contrario, incrementar sus superávits, tanto por cuenta corriente como por balanza básica, en 1973 aunque a estos procesos equilibradores dentro del grupo de los países industriales no fue ajeno el formidable incremento de los precios de los productos primarios, éste efectuó de modo especial a las relaciones de pagos entre los países industriales y los países en vías de desarrollo; y estos últimos, en cuanto especiales beneficiarios de dicho fenómeno, mejoraron apreciablemente el saldo de sus pagos exteriores frente a los países industriales.

La balanza de pagos de los Estados Unidos registró una sustancial mejora a lo largo de 1973, tanto por cuenta corriente como en los movimientos de capital a largo plazo; y así, la balanza básica registró un excedente, por primera vez desde 1957, invirtiendo drásticamente su situación respecto de 1972, año en que su déficit alcanzó unos 9.100 millones de D. E. G.

El déficit comercial de 6.400 millones de D. E. G. de 1972 fue sucedido por un excedente de 580 millones de D. E. G., debido tanto a los efectos de las sucesivas devaluaciones del dólar como al aumento, en cantidad y precios, de las exportaciones agrícolas y al ligero desfase coyuntural de los Estados Unidos respecto de Europa y Japón. Las exportaciones totales crecieron a una tasa del 45 por 100 durante el año, mientras que las importaciones solo avanzaron en un 25 por 100. Si el aumento de las ventas de productos agrícolas al exterior fue sustancial, las exportaciones de productos industriales registraron también la elevada tasa de crecimiento del 30 por 100. El incremento en valor, en dólares, de las importaciones se debió, por su parte, casi exclusivamente, a las alzas de precios en términos de dólares, aunque las compras de productos petrolíferos crecieron en volumen hasta la aplicación del embargo en el último trimestre del año. La mejora de la balanza comercial operó respecto de casi todos los países y áreas: frente al Japón, el fuerte déficit comercial de 3.700 millones de D. E. G. de 1972 se redujo a 1.000 millones de D. E. G. en 1973; frente a Europa occidental y los países socialistas se obtuvo un importante superávit, y también avanzó el excedente general frente a los países menos desarrollados, a excepción de los de África, al aumentar los suministros petrolíferos de este continente. Puesto que también se incrementó el excedente por servicios y las entradas netas de capital a largo plazo avanzaron a medida que se restablecía la confianza en la posición exterior de los Estados Unidos, el saldo básico de las cuentas exteriores americanas pasó de un déficit próximo a los 9.100 millones de D. E. G., en 1972, a un superávit de unos 1.600 millones de D. E. G., en 1973. Las importantes salidas de capitales a corto plazo registradas, sobre todo, en el primer trimestre del año convirtieron, sin embargo, el excedente básico en un déficit de 4.400 millones de D. E. G. en términos de transacciones oficiales.

La balanza de pagos del Japón es la que mostró de forma más dramática el cambio ocurrido en los pagos internacionales, ante la recuperación de la posición exterior americana. La balanza comercial japonesa, que se había soldado con excedentes de 7.800 y 8.300 millones de

CUADRO I-6

Balanza de pagos de Estados Unidos

Miles de millones de dólares

	1972	1973 (a)	1973 (b)			
			I	II	III	IV (a)
Balanza comercial.....	— 6,9	0,7	— 1,0	— 0,3	0,7	1,2
Balanza por c/c.....	— 6,2	4,6	— 0,2	0,3	1,8	2,9
Balanza básica.....	— 9,8	1,9	— 0,9	— 0,6	2,5	0,9
Balanza global (transacciones oficiales).....	— 11,1	— 5,3	— 10,5	0,3	2,1	2,7

(a) Estimación.

(b) Ajustada estacionalmente.

FUENTE: Federal Reserve System.

D. E. G., respectivamente, en 1971 y 1972, no registró más que un superávit de 3.100 millones de D. E. G. en 1973. Este resultado se debió tanto a una reducción de la tasa de avance de las exportaciones, como consecuencia, en buena medida, de la pérdida de competitividad de los productos japoneses resultante de la apreciación del yen, especialmente en el mercado norteamericano, como al considerable incremento de las importaciones, consecuencia no solo de la apreciación cambiaria, sino también de la elevación de los precios de los productos primarios y de la fuerte presión de la demanda interior. Puesto que también avanzó el déficit de los renglones de servicios, la balanza japonesa por cuenta corriente arrojó una posición de equilibrio en el año 1973, frente a los excedentes de 5.800 y 6.100 millones de D. E. G. registrados, respectivamente, en 1971 y 1972. Las exportaciones netas de capital a largo plazo aumentaron, por su parte, con intensidad durante el año, en respuesta a la apreciación del yen y al estímulo de las autoridades japonesas, registrándose unas salidas netas de 8.000 millones de D. E. G. En consecuencia, el saldo total de la balanza de pagos japonesa durante el año registró un déficit de unos 8.400 millones, frente a los excedentes de 7.700 y 4.400 millones de D. E. G. obtenidos, respectivamente, en 1971 y 1972.

CUADRO I-7

Balanzas de pagos

Miles de millones de D.E.G.

	1972		1973	
	Cuenta corriente	Balanza global	Cuenta corriente	Balanza global
Estados Unidos	— 5,7	— 9,5	4,2	— 4,8
Canadá.....	— 0,6	0,3	— 0,5	— 0,4
Alemania.....	2,0	4,7	5,1	7,9
Bélgica.....	1,4	0,6	1,5	0,7
Francia.....	0,3	0,2	— 0,1	— 0,6
Holanda.....	1,0	0,9	1,4	0,7
Italia.....	2,2	— 0,7	— 1,5	— 0,5
Gran Bretaña..	0,6	— 3,0	— 2,5	0,4
Japón.....	6,1	4,4	0,5	— 8,4

FUENTE: F. M. I. y fuentes nacionales.

También en Gran Bretaña se han registrado importantes ajustes en las cuentas exteriores, a pesar de la política de cambio tendente a mejorar la balanza por cuenta corriente. No obstante la fuerte presión de la demanda interna, las exportaciones crecieron, en términos de volumen, a un ritmo superior al de las importaciones durante la primera parte del año, lo cual hace pensar que la flotación a la baja de la libra consiguió algunos efectos. Sin embargo, el déficit comercial británico alcanzó 5.000 millones de D. E. G. y su balanza por cuenta corriente se cerró con un déficit de unos 2.500 millones de D. E. G., frente al ligero superávit obtenido en el año anterior. Las fuertes entradas netas por invisibles, en algo más de 1.700 millones de D. E. G., y por capital a largo plazo, en más de 3.300 millones de D. E. G. —consecuencia estas últimas del alto nivel de los tipos de interés en Londres y de las importantes operaciones de crédito concertadas en el mercado de Eurodólares por empresas y organismos públicos, con garantía oficial de cambio—, permitieron cubrir el déficit comercial y el año se cerró con un aumento de reservas de unos 210 millones de libras (unos 400 millones de D. E. G.).

No puede decirse que la balanza de pagos de Alemania Federal participara en el proceso general de ajuste de las cuentas internacionales. La balanza comercial se saldó con un superávit de 12.000 millones de D. E. G., frente a un excedente de 8.300 millones en el año anterior, porque, a pesar de las sucesivas revaluaciones del marco, las exportaciones avanzaron a una tasa del 20 por 100, mientras las importaciones crecían solo a un 13 por 100. En consecuencia, la balanza alemana de pagos por cuenta corriente, que había registrado un excedente de unos 2.000 millones de D. E. G. en 1972, arrojó un superávit de unos 5.100 millones de D. E. G. en 1973. Las entradas netas de capital a largo plazo alcanzaron unos 2.500 millones de D. E. G. durante 1973, moderándose, por tanto, respecto del año anterior; pero el resultado de la balanza global de pagos hizo posible que las reservas exteriores alemanas aumentaran durante 1973 en unos 7.500 millones de D. E. G.

De los demás países de la C. E. E., solo Francia e Italia vieron invertirse el signo de sus balanzas básicas para registrar un déficit en 1973. En el caso de Italia, el empeoramiento de las cuentas exteriores se debe, esencialmente, al mayor déficit de la balanza comercial, que se situó en torno a los 3.300 millones de D. E. G., consecuencia, en buena medida, de la creciente demanda interna y de la acumulación especulativa de existencias de bienes importados. La balanza de pagos por cuenta corriente, que había registrado un excedente de 2.200 millones de D. E. G. en 1972, pasó a registrar un déficit de unos 1.500 millones en 1973. Solo las cuantiosas operaciones de obtención de capitales a largo plazo en los mercados financieros internacionales permitieron reducir el déficit de la balanza básica a unos 500 millones de D. E. G. La balanza comercial de Francia ha seguido reforzando en 1973 su saldo positivo de años anteriores; pero la disminución importante de los ingresos por servicios y la continuación del déficit por transferencias, reflejo de las mayores remesas de inmigrantes extranjeros, hicieron que el superávit por cuenta corriente de los años anteriores se transformara en un déficit de 135 millones de D. E. G. en 1973. A este déficit vino a sumarse otro de unos 1.745 millones de D. E. G. por cuenta de capital a largo plazo, con lo que la balanza básica se cerró con un déficit de 1.800 millones de D. E. G. en 1973. Bélgica y Holanda registraron escasas modificacio-

nes en sus balanzas básicas, en buena medida, porque solo una pequeña proporción de sus transacciones comerciales se realiza con los Estados Unidos, frente a cuya moneda tanto el franco belga como el florín holandés se han revaluado sustancialmente a lo largo de 1973. Las balanzas globales de ambos países arrojaron unos excedentes próximos a los 700 millones de D. E. G., determinados en ambos casos por su fuerte posición en la balanza por cuenta corriente.

Por lo que se refiere a los países en vías de desarrollo, el alza de los precios de las materias primas y los alimentos y el alto nivel de la demanda de los productos exportados por dichos países hacia las zonas industriales del mundo permitieron una mejora considerable de su balanza comercial. En 1972, el déficit comercial del conjunto de los países de la O. C. D. E. con los países no industrializados se acercó a los 2.800 millones de D. E. G. y dicho déficit se incrementó hasta 4.500 millones en 1973. Debe observarse que, a pesar de las presiones inflacionistas de los países industriales y de las devaluaciones efectivas de las monedas de los países en vías de desarrollo durante el año, estos últimos mejoraron sustancialmente su relación real de intercambio. Por otra parte, cabe observar que los Estados Unidos, por razones cíclicas y de reajuste de cambios, han adquirido una posición más competitiva en el Tercer Mundo, a expensas del comercio europeo; una parte sustancial de la mejora de la balanza comercial de los Estados Unidos durante el año hay que atribuirla a este fenómeno.

Puede decirse, en resumen, que a lo largo de 1973 se operaron importantes reajustes en las balanzas de pagos que, dominados por los reajustes en las cuentas exteriores americanas, señalaban hacia un mayor equilibrio de los pagos internacionales. Esta tendencia se vio, sin embargo, bruscamente interrumpida por la crisis del petróleo, que abrió un nuevo período de desequilibrios internacionales, aunque de significación y sentido muy diferentes de los registrados en los años anteriores. Se examinará este problema más adelante.

III. LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO

La evolución en los mercados de cambios en 1973 ha estado determinada fundamentalmente por la generalización de la flotación de las principales monedas y por la recuperación, a lo largo del año, de la balanza de pagos americana. Sin embargo, han sido muchas y de gran amplitud las fluctuaciones a que se han visto sometidas las monedas por causas relacionadas con factores más circunstanciales, tales como las variaciones de tipos de interés y, en estrecha relación con estos, las medidas de política monetaria de carácter interno y externo que siguieron los distintos países, así como los problemas políticos nacionales y, en los últimos meses del año, las condiciones creadas por la crisis del petróleo.

A principios de año, la falta de confianza en las perspectivas de la balanza comercial americana y en la estructura de paridades establecida en diciembre de 1971 provocó una fuerte presión contra el dólar, que condujo a la devaluación de dicha moneda en un 10 por 100 el día 12 de

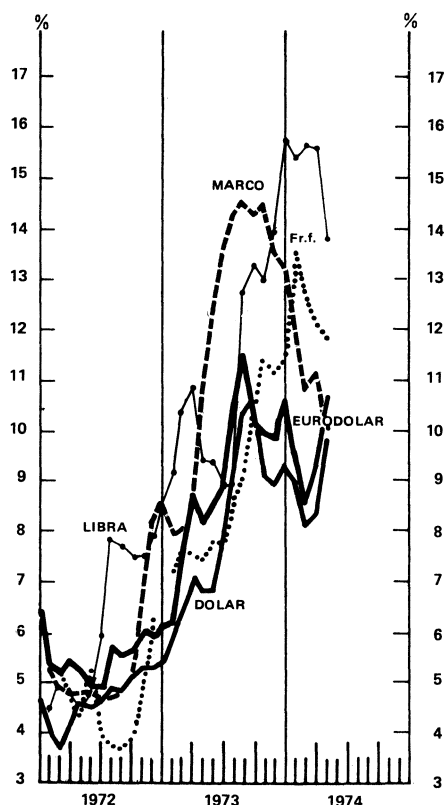
febrero. Los movimientos de fondos desde los Estados Unidos hacia los países europeos, que se produjeron en el período anterior a la devaluación, fueron considerables y dieron lugar, en las primeras semanas de febrero, a un déficit de más de 8.000 millones de dólares en las cuentas exteriores americanas.

Tras un breve período en que los fondos iniciaron un movimiento inverso a fines de febrero, en marzo volvió a producirse una fuerte demanda de divisas europeas. Las reservas de los países europeos, principalmente las de Alemania, y del Japón sufrieron importantes incrementos, obligando, desde un principio, a este último país a dejar flotar libremente su moneda. Desde el día 2 de marzo cesó la intervención oficial en los mercados de cambios y tuvieron que cerrarse éstos.

A la reapertura de los mercados, el 19 de marzo, seis países de la C. E. E. (Alemania, Francia, Bélgica, Luxemburgo, Holanda y Dinamarca), a los que se asociaron Noruega y Suecia,

GRAFICO I-3

Tipos de interés Tasa anual



acordaron la flotación de sus monedas frente al dólar, mientras se comprometían a una relación de cambio fijo entre sus propias monedas dentro de una banda de fluctuación del 2,25 por 100. Hasta mediados de mayo, el tipo de cambio del dólar frente a las demás monedas permaneció relativamente estable, aumentando considerablemente, a partir de ese momento, la presión compradora de monedas europeas, con la consiguiente progresiva debilidad del dólar a lo largo de todo el mes de junio y hasta mediados de julio.

Este nuevo acceso de debilidad del dólar estuvo provocado, en parte, por las incertidumbres de tipo político y económico internas de los Estados Unidos y, en parte, por la evolución de la balanza comercial de Alemania y la evolución relativa de los tipos de interés a uno y otro lado del Atlántico. El alto nivel de actividad de las economías europeas empujó al alza los tipos de interés de los mercados monetarios y financieros, y esta tendencia fue además reforzada por la política monetaria de estos países, orientada a contener las presiones inflacionistas recortando la liquidez bancaria. En una primera etapa, los tipos del mercado monetario de Nueva York crecieron desde un nivel ligeramente inferior al 6 por 100 a cerca del 8 por 100, durante el primer semestre; sin embargo, desde niveles

iniciales ya superiores, los tipos europeos siguieron creciendo durante este período y, en el caso de Alemania, pasaron del 8 por 100 a cerca del 14 por 100 en junio. La tensión de liquidez en el mercado alemán fue especialmente aguda a mediados de año y se reflejó, sobre todo, en los tipos de interés día a día, que alcanzaron cotas superiores al 30 por 100. La demanda de marcos alemanes tiró hacia arriba de las cotizaciones de las demás monedas de la C. E. E. frente al dólar. Para mediados de año, la depreciación del dólar frente a estas monedas había alcanzado al 15 por 100 sobre su nivel de febrero en los mercados al contado, y su depreciación efectiva, ponderada por el comercio exterior con 14 países, pasó en este primer semestre del 10,32 al 19,34 por 100. Sin embargo, el dólar se mantuvo firme frente al dólar canadiense y al yen japonés. El Banco de Japón tuvo incluso que efectuar compras importantes de dólares desde primeros de abril, para evitar una excesiva depreciación de su moneda ante la desfavorable evolución de su balanza de pagos.

Otra de las razones que alimentaron la especulación contra el dólar fue la observación de que la depreciación del dólar no suscitaba ninguna reacción de las autoridades norteamericanas. Por ello, cuando el 10 de julio empezaron a intervenir en apoyo del dólar y se anunció la ampliación de las líneas «swaps» entre la Reserva Federal de Nueva York y los demás Bancos Centrales de 12.000 a 18.000 millones de dólares, se interrumpió la baja del dólar. Las compras que efectuó la Reserva Federal fueron reforzadas por simétricas acciones del Banco Federal Alemán. Al mismo tiempo, este último relajaba la presión sobre el mercado crediticio alemán, permitiendo una baja de los tipos de interés del mercado interbancario día a día, aunque los tipos a tres meses siguieron por encima del 14 por 100 durante todo el tercer trimestre.

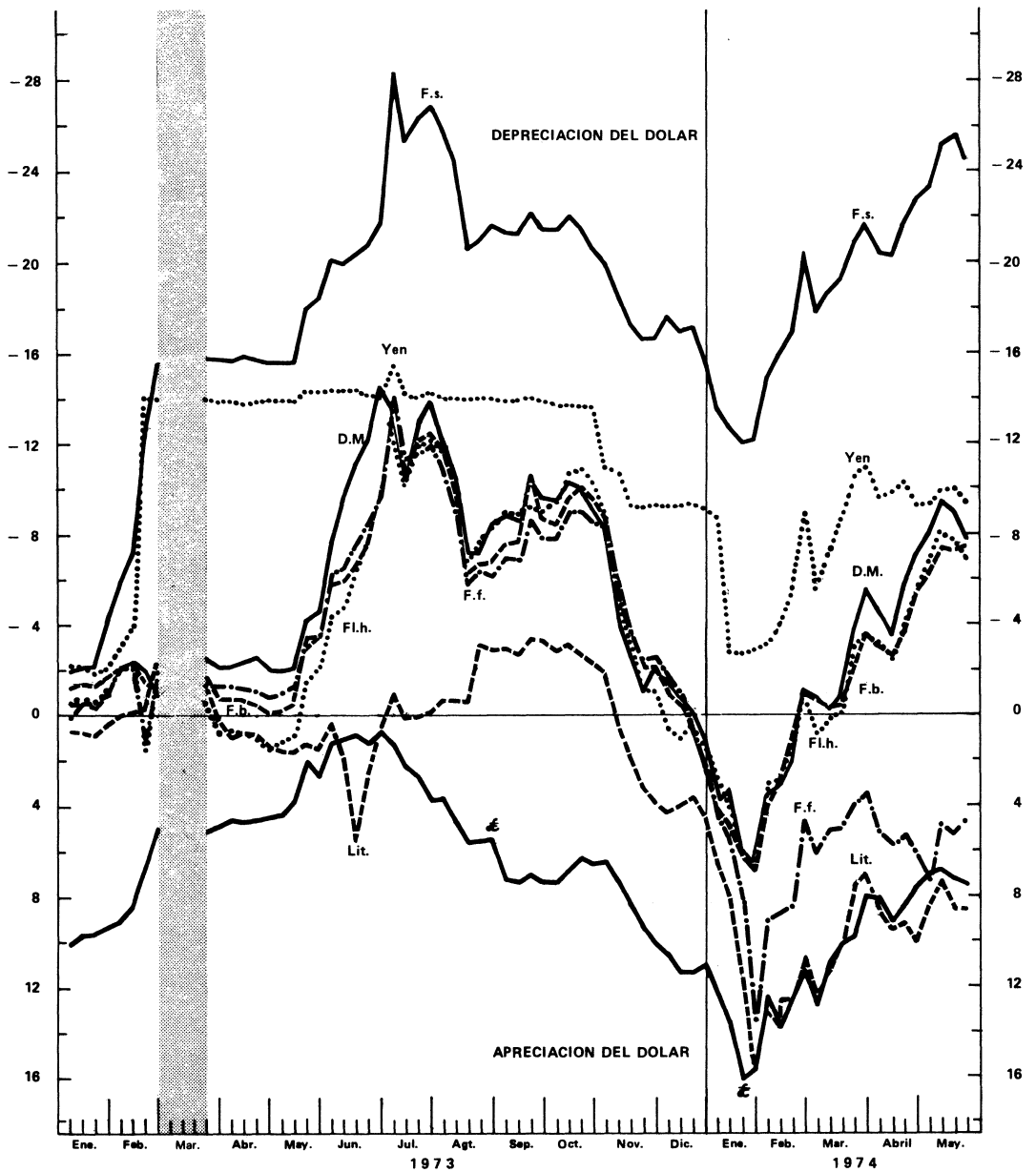
Durante el mes de agosto se acentuó la recuperación del dólar, al reafirmarse la intervención de las autoridades americanas en el mercado y hasta el mes de octubre se pudo observar una relativa estabilidad debida, en gran parte, a la intervención de la Reserva Federal comprando marcos, en especial tras la revaluación del florín holandés, a mediados de septiembre. En este período fueron importantes los movimientos de capitales entre países europeos de flotación conjunta, en respuesta a los diferenciales de los tipos de interés y a las expectativas de variación de los tipos centrales. Japón tuvo que proceder también, durante este período, a importantes ventas de dólares en apoyo de su moneda; estas ventas dieron lugar a un superávit de transacciones oficiales de unos 2.100 millones de dólares en la balanza de pagos americana en el tercer trimestre.

Desde finales de octubre aumentó en forma importante la demanda de dólares, reflejando la convicción entre los operadores de que la balanza de pagos americana se estaba reforzando y de que sus perspectivas eran favorables. Dos factores intervinieron en esta recuperación: de forma inmediata, la publicación del cuantioso superávit comercial para septiembre, y, de forma más duradera, la creencia de que el impacto del mayor costo de los productos petrolíferos favorecerían, en términos relativos, a la balanza de pagos americana. Entre mediados de octubre y fin de año, la recuperación continuada del dólar se expresó en un alza del 14 por 100, en promedio, en el mercado al contado, a pesar de que los Bancos Centrales vendieran

GRAFICO I-4

Mercados de cambios

Posición del dólar frente a las principales monedas (a)



(a). Desviación porcentual respecto de los tipos centrales en vigor. Cifras de los viernes.

Mercado cerrado

importantes cantidades de dólares. Frente a la libra esterlina, el dólar no mejoró tanto como frente a las demás monedas europeas. En efecto, el alto nivel de los tipos de interés en el mercado monetario de Londres y los préstamos obtenidos en el exterior dieron lugar a movimientos de capital que sostuvieron la moneda inglesa durante todo el segundo semestre, no perdiendo entre mediados de octubre y final de diciembre más que un 6 por 100 frente al dólar. A fin de año, el dólar había recuperado todo el terreno perdido entre marzo y principios de julio y las monedas europeas de flotación conjunta se encontraban al mismo nivel que en marzo o ligeramente por debajo.

Hacia finales de 1973 y principios de 1974 fueron dismanteladas las distintas barreras impuestas en períodos anteriores, para aislar a cada país de los movimientos especulativos de capitales. Los Estados Unidos suprimieron en diciembre los distintos controles existentes, en algunos casos, desde 1963; concretamente, eliminaron la tasa de equiparación de intereses que limitaba la compra de valores extranjeros por residentes, el programa de restricción voluntaria y otras medidas que frenaban las salidas de capitales. Las autoridades europeas se vieron también, a su vez, en la necesidad de facilitar las entradas de capitales, con el fin de reforzar sus posiciones exteriores; así, Alemania fue reduciendo el alcance del depósito en efectivo sobre préstamos obtenidos en el exterior por empresas alemanas («Bardepot»), facilitando también la compra de valores alemanes por extranjeros y las inversiones directas extranjeras en empresas alemanas.

En enero de 1974, Francia, Bélgica y Holanda, suprimieron también los obstáculos existentes al incremento de las cuentas bancarias de no residentes y a otros canales de entradas de capitales. En Japón no solo se levantaron dichos controles, sino que se estimuló el recurso al mercado financiero exterior. Todos los países industriales se preparaban, en definitiva, para afrontar las nuevas circunstancias creadas por la crisis del petróleo, con déficits generalizados e importantes por cuenta corriente que habrían de financiar facilitando y aun impulsando oficialmente las entradas de capitales.

En los primeros días de 1974 siguió apreciándose el dólar, movimiento que se intensificó considerablemente cuando, el día 22 de enero, el franco francés abandonó la banda europea de flotación conjunta y flotó libremente a la baja. Sin embargo, desde la última semana de enero se invirtió el movimiento de la cotización del dólar y, hasta el mes de abril, tanto las monedas de flotación conjunta como las de libre flotación recuperaron las posiciones perdidas desde primeros de diciembre. Esta evolución se debió a la corrección operada por la especulación, al observar que la flotación del franco francés no provocó la crisis que en un principio se esperaba, y a rumores de nuevas revaluaciones del marco y del florín, al conocerse, sobre todo, el fuerte crecimiento del superávit comercial alemán en 1973, a pesar de la apreciación de su moneda a lo largo del año y al consolidarse las favorables perspectivas de las cuentas exteriores alemanas para 1974.

La evolución de los mercados monetarios y, sobre todo, de cambios en los últimos meses de 1973 y primeros de 1974 se ha visto dominada por las expectativas creadas por la crisis ener-

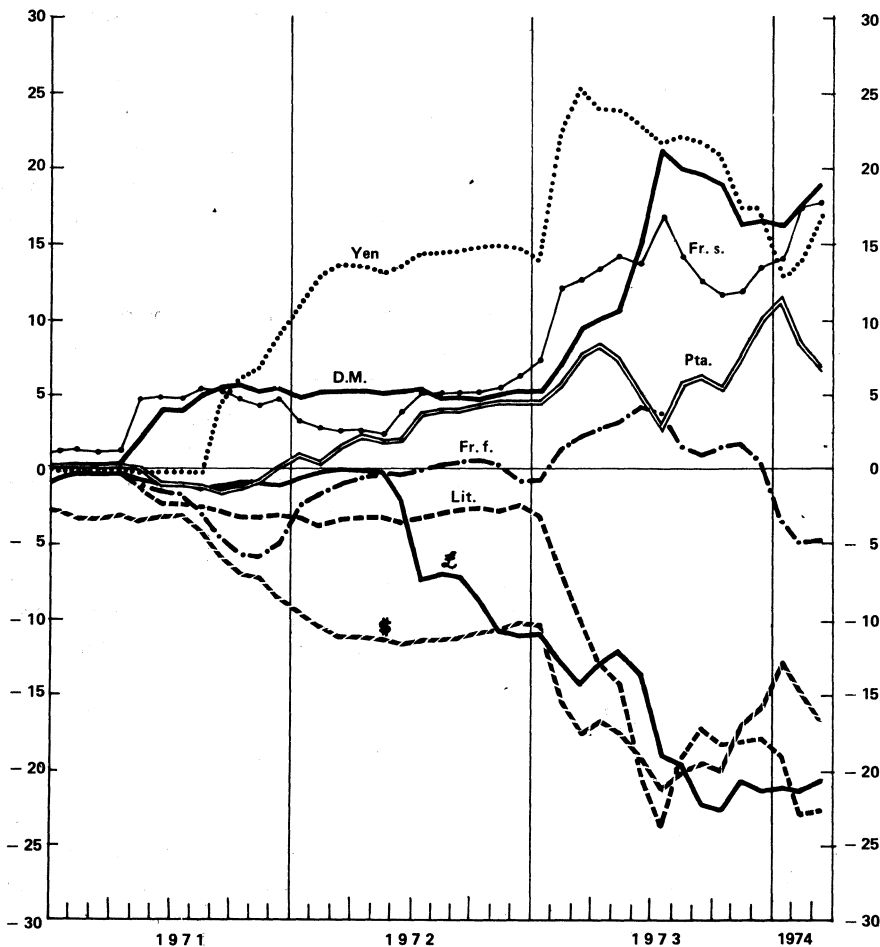
gética. No cabe duda de que el sistema de flotación generalizada ha contribuido decisivamente a aminorar las perturbaciones derivadas del impacto de la crisis.

El gráfico I-5, que recoge las variaciones de los tipos de cambio efectivos, permite apreciar el efecto que los distintos reajustes formales y las fluctuaciones de las cotizaciones de los mercados han podido tener sobre la competitividad de cada país frente a los demás. Ello permite relacionar la evolución del comercio exterior de cada uno de ellos con los mercados de cambio a lo largo de los tres años en que el sistema monetario internacional ha discurrido fuera de las

GRAFICO I-5

Variaciones de los tipos efectivos de cambio (a)

Porcentajes sobre las paridades oficiales vigentes en mayo de 1970 (b)



(a). Variaciones porcentuales de los tipos de cambio del mercado de cada moneda respecto de las de un grupo de catorce países (diecisiete en el caso de la peseta) ponderadas por su comercio bilateral.

(b). Datos mensuales, obtenidos a partir de la media mensual de los datos diarios de mercado.

Fuente: Morgan Guaranty Trust y Banco de España.

reglas establecidas en Bretton Woods, en 1945, y en que se ha pasado del sistema de cambios fijos al de flotación generalizada. Los índices de cotización efectiva muestran no solo fluctuaciones menos bruscas que las de las cotizaciones de mercado frente al dólar (gráfico I-4), sino también, en algunos casos, evoluciones en dirección contraria a éstas. La libra esterlina y la lira italiana registraban, a principios de 1974, unas depreciaciones efectivas situadas entre un 15 y un 25 por 100 respecto de su nivel anterior al acuerdo smithsoniano de diciembre de 1971; el marco alemán, el franco suizo y el yen japonés registran apreciaciones situadas entre el 15 y el 20 por 100, mientras las demás monedas de la «serpiente» europea (no recogidas en el gráfico) se revaloraron dentro de una banda cuyo techo no pasó nunca del 8 por 100 en 1973, cuando en los dos años anteriores estuvieron fluctuando alrededor de la base. Lo mismo ocurrió con el franco francés, cuya depreciación a fines del primer trimestre de 1974 alcanzó el 5 por 100.

CUADRO I-8

Evolución de las reservas internacionales

Miles de millones de D. E. G.

	Posición a 31 de diciembre de 1972	Incremento en 1973				Posición a 31 de diciembre de 1973
		I	II	III	IV	
Oro.....	35,8	—	—	—	—	35,8
Derechos especiales de giro	8,7	—	—	—	—	8,8
Posición de reservas en el F. M. I.	6,3	—	— 0,1	—	—	6,2
Divisas convertibles	95,4	+ 2,4	+ 3,3	+ 3,5	— 3,4	101,1
TOTAL	146,2	+ 2,4	+ 3,2	+ 3,5	— 3,4	151,9

FUENTE: F. M. I.

La vuelta a una situación más equilibrada en los pagos internacionales y especialmente la recuperación en la posición de los Estados Unidos se han reflejado en un crecimiento de las reservas internacionales mucho más modesto que el de años anteriores. El aumento de dichas reservas en 5.700 millones de D. E. G. en 1973 significó una tasa de incremento del 3,9 por 100, frente al 30 por 100 y el 21,5 por 100 alcanzados en 1971 y 1972, respectivamente. Los pasivos oficiales de Estados Unidos en manos de autoridades extranjeras aún aumentaron en 5.300 millones de D. E. G. (10.900 millones en 1972), debido a la fuerte especulación que en el primer trimestre de 1973 dio lugar a un trasvase de capitales a corto plazo desde el otro lado del Atlántico hacia Europa por un valor aproximado a los 9.000 millones de D. E. G., que fueron reduciéndose gracias al restablecimiento de la balanza de pagos americana en los tres trimestres siguientes y especialmente en el último.

El mercado de eurodivisas continuó su rápida expansión durante el año 1973. Aunque aún no se dispone de las cifras del Banco Internacional de Pagos de Basilea, se estima que los depósitos netos en eurodivisas en los principales centros financieros han aumentado en unos 50.000 millones de dólares entre el final de 1971 y mediados de 1973, alcanzando el mercado un

volumen neto de unos 150.000 millones de dólares. Los nuevos préstamos bancarios a plazo medio del mercado (euroloans) registraron una fortísima expansión durante 1973, situándose en una cifra estimada cercana a los 24.000 millones de dólares, frente a algo menos de 10.000 millones en 1972. Este incremento se debe, en medida sustancial, a los nuevos préstamos tomados por países industrializados, que pasaron de unos 4.500 millones, en 1972, a más de 12.000 millones, en 1973, representando las operaciones de Italia y el Reino Unido 5.400 y 3.000 millones de dólares, respectivamente. También registraron un fuerte aumento los préstamos tomados por países subdesarrollados, que pasaron de unos 3.800 millones de dólares, en 1972, a unos 9.000 millones, en 1973, habiendo sido importantes a este respecto las operaciones de varios países productores de petróleo. Finalmente, los préstamos tomados por países socialistas europeos mostraron también un intenso impulso, que situó su cifra en torno a los 1.500 millones de dólares. Como más adelante se indicará, la crisis del petróleo llevará, inevitablemente, a tomas masivas de préstamos por parte de los países consumidores deficitarios, lo cual impedirá que el tipo de interés sobre los préstamos descienda, al menos en la primera mitad del año 1974.

El mercado del oro reflejó a lo largo de 1973 los períodos de tensión de los cambios, con bruscas subidas del precio de la onza; cuando los mercados cambiarios entraban en fases de mayor estabilidad, los movimientos del precio del oro se invertían parcialmente. Pero, desde finales de noviembre, al suprimirse el doble mercado, y en relación con las expectativas y dificultades creadas por la crisis del petróleo, el precio del oro entró en un período de rapidísimo encarecimiento, pasando desde un nivel de 90 dólares onza hasta cerca de 180 dólares, máxima cotización en abril de 1974.

IV. LA EVOLUCION DE LA PESETA EN LA ESCENA MONETARIA INTERNACIONAL

CUADRO I-9
Balanza de pagos de España

Saldos	Miles de millones de pesetas	
	1972	1973
1. Importaciones	402,0	519,2
2. Exportaciones	252,7	313,5
3. Balanza comercial (2 — 1)	— 149,3	— 205,7
4. Servicios	130,3	156,0
5. Bienes y servicios (3 + 4)	— 19,0	— 49,7
6. Transferencias	55,8	82,0
7. Balanza por cuenta corriente (5 + 6)	36,8	32,3
8. Capital privado largo plazo	60,3	47,2
9. Capital público largo plazo	— 0,2	— 2,6
10. Capital a largo plazo (8 + 9)	60,1	44,6
11. Balanza básica (7 + 10)	96,9	76,9
12. Errores y omisiones	2,4	2,1
13. Capital a corto plazo	— 3,0	11,5
14. Contrapartida D. E. G.	2,9	—
15. Variación saldo pesetas convertibles	5,3	— 18,5
16. Diferencias valoración	— 8,1	— 0,2
17. Variación de reservas (incremento —)	— 96,4	— 71,8

FUENTE: Ministerio de Comercio.

El cuadro I-9 recoge las cifras básicas de la balanza de pagos de España para 1973 y las compara con las obtenidas en 1972. Aunque los distintos subsectores de dicha balanza serán examinados con algún detalle en los sucesivos capítulos de este Informe, conviene hacer aquí algunas observaciones sobre las características principales de las cuentas exteriores españolas durante el pasado año y sobre los cambios que registra respecto de 1972.

El rasgo básico de dichas cuentas es la solidez mostrada por la balanza de pagos por cuenta corrien-

te en un año de intensa presión de la demanda interna, fuertes elevaciones de costes y precios y abundante liquidez interior. Aunque el valor de las importaciones de mercancías avanzó muy fuertemente, los incrementos registrados en las exportaciones de mercancías y los ingresos por servicios y transferencias hicieron posible que el saldo de la balanza por cuenta corriente se mantuviera al fuerte nivel positivo de 32.300 millones de pesetas, solo inferior en 4.500 millones al excedente registrado en 1972 por los mismos conceptos. Y puesto que los movimientos de capitales a largo plazo generaron unas entradas netas de 44.600 millones de pesetas y las salidas netas de capital a corto plazo —determinadas por una importante reducción de saldos en pesetas convertibles— se limitaron a unos 9.000 millones de pesetas, las ya voluminosas reservas exteriores españolas registraron un nuevo incremento de 71.800 millones de pesetas.

Estas cifras anuales no expresan, sin embargo, adecuadamente la evolución a lo largo del año y enmascaran la aportación de las cuentas exteriores de España al proceso de ajuste internacional previo a la crisis del petróleo. Porque a medida que avanzaba la segunda parte del año 1973, la tendencia al excedente por cuenta corriente fue mostrando claros síntomas de desaparición —como era deseable en un país con el grado de desarrollo de España— y la tendencia a la acumulación de reservas exteriores fue ofreciendo signos saludables de paulatina desaparición. En ausencia de la crisis del petróleo, la balanza por cuenta corriente habría mostrado un razonable déficit en 1974 y la balanza global de pagos se habría situado en una posición aproximada de equilibrio en 1975. La elevación del precio de los crudos de petróleo ha venido a alterar sustancialmente estas perspectivas, como se verá más adelante.

La evolución de la peseta a lo largo de 1973 reflejó la tónica de solidez de la balanza de pagos, aunque su relación estable con el dólar y los acusados movimientos de éste respecto de otras monedas la sometió a fluctuaciones bajistas y alcistas en relación con las últimas, cuya consecuencia fue la decisión de flotación adoptada por las autoridades el día 22 de enero de 1974, en busca de una mayor independencia.

La política a seguir respecto al tipo de cambio por las autoridades españolas ha tropezado en los últimos años, y en particular a partir de la crisis de febrero de 1973, con problemas bastante más complejos que en el pasado. Los importantes excedentes de balanza de pagos, persistentes incluso en la fase de reactivación de la economía, planteaban como opción razonable la de una revaluación de la peseta. A su favor podían citarse el propio desequilibrio de la balanza de pagos; la conveniencia, por razones monetarias, de evitar unos aumentos de reservas como los que se venían produciendo; la posible consideración del nivel de reservas alcanzado como excesivo, y la conveniencia de sustituir esos incrementos de reservas por incrementos de la oferta de bienes extranjeros, mitigando, a través de la actuación sobre el tipo de cambio, la presión de la demanda exterior y la presión alcista sobre los precios ejercida tanto por las propias alzas de precios extranjeros como por la fuerte presión de la demanda interior. En contra de esa solución estaba la posibilidad de alcanzar prácticamente los mismos resultados sin revaluar y liberalizando, en cambio, las salidas de capitales y, sobre

todo, las importaciones de bienes y servicios, unido a rebajas arancelarias, con lo que se alcanzaban, además, objetivos adicionales deseables por otras razones. Abogaba también por esta solución el perjuicio que a las industrias exportadoras les podía causar la revaluación. La política seguida de hecho en los últimos años fue una combinación de ambas alternativas. El tipo al contado de la peseta fue revaluado frente al dólar varias veces —véase gráfico I-7—: 0,9 por 100, en octubre de 1971; 4 por 100, en diciembre de 1971; 2,1 por 100, en marzo de 1972; 1,7 por 100, en junio de 1972; 9,4 por 100, en febrero de 1973, y 2,3 por 100, en junio de 1973. Debido a los movimientos de las restantes monedas frente al dólar, estos cambios se tradujeron en revaluaciones más modestas, si se miden por la variación del tipo efectivo de cambio —véase gráfico I-5—: un 5 por 100 aproximadamente a lo largo del primer semestre de 1972 y una elevación hasta el 8 por 100 en la primavera de 1973. En el campo de la liberalización y rebajas arancelarias, las medidas fueron: liberalización de salida de capital a través de fondos y sociedades de inversión mobiliaria y liberalización de inversiones directas en el extranjero, en marzo de 1973; dos listas de liberalización de importaciones antes sujetas a régimen de cupos globales, en junio de 1973; rebajas arancelarias, relativamente generales, en octubre y noviembre de 1973 y enero y abril de 1974, y unos primeros pasos para la liberalización de la importación de productos agrarios. Los resultados de la balanza de pagos muestran que el impacto de todas las medidas reseñadas o no fue muy importante o no se manifestó a corto plazo, siendo lo más probable que ocurrieran ambas cosas a la vez.

A partir de marzo de 1973 surgió otro dilema, el de si la peseta debía continuar vinculada al dólar, si debía ligarse a las monedas europeas de flotación conjunta o si debía flotar independientemente. Si bien podía descartarse la idea de una flotación de la peseta ligada a las monedas europeas, la elección entre mantenerla ligada al dólar o una flotación independiente era mucho más compleja, al no existir razones incontrovertibles a favor de ninguna de estas dos soluciones. La vinculación con el dólar tenía la ventaja de continuidad con el pasado y de familiaridad de exportadores e importadores con el sistema, mientras que la flotación independiente suponía perder esas ventajas a cambio de una libertad de acción más grande, libertad que con el primer sistema tampoco se excluía del todo, puesto que nada impedía modificar, como de hecho se hizo en junio de 1973, la relación fija con el dólar.

Estos problemas generales que se han descrito constituyen el telón de fondo ante el que se desarrolló la política de cambios a lo largo de 1973, cuyas principales incidencias se describen a continuación.

A las crisis monetarias de febrero y marzo de 1973 (1) sucedió un período de calma en todos los mercados internacionales que se prolongó hasta la mitad del mes de mayo. La situación de la peseta a la reapertura del mercado al 20 de marzo podría resumirse en los puntos siguientes:

(1) Véase Informe Anual 1972, página 41.

- Se mantuvo el tipo de cambio central en su nivel de febrero, es decir, en 58,0294 pesetas por dólar, por estimar las autoridades españolas que la estructura de tipos de cambio establecida en dicha fecha era adecuada en una consideración a plazo medio y que la crisis de marzo estaba basada en razones puramente especulativas y de reestructuración de reservas por parte de autoridades monetarias no europeas.
- El tipo de intervención del dólar se situó en el centro de la banda del 2,25 por 100, al nivel de 58,02/58,32 pesetas por dólar.
- El tipo de cambio interbancario, que comenzó por el extremo vendedor del estrecho margen de intervención dentro de la banda, donde se mantuvo durante la semana siguiente a la reapertura del mercado de Madrid, inició una progresiva recuperación a partir del 26 de marzo hasta colocarse en el extremo opuesto, del que, salvo en contadas ocasiones, no se despegaría hasta mediados de junio. Durante la semana citada se produjeron algunas realizaciones de beneficios, que supusieron unas ventas de dólares a la banca por el Banco de España de alrededor de 133 millones de dólares.
- Se estableció un nuevo mecanismo de funcionamiento de las cuentas en pesetas convertibles, por Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973, que sustituyó, endureciéndolo, al establecido sucesivamente por las Ordenes de 19 de octubre de 1971, 28 de julio de 1972 y 6 de febrero de 1973. Como ya se explicó en el Informe Anual de 1972 (1), en virtud de la Orden de 16 de marzo de 1973 se crearon dos clases de cuentas: las Cuentas A, cuentas extranjeras para pagos en España, y las Cuentas B, cuentas extranjeras en pesetas convertibles. Se estableció, además, en la citada Orden, un depósito obligatorio en el Banco de España del 100 por 100 de los incrementos que experimentasen ambos tipos de cuentas a cualquier plazo y se prohibió el pago de intereses sobre las de nueva apertura.

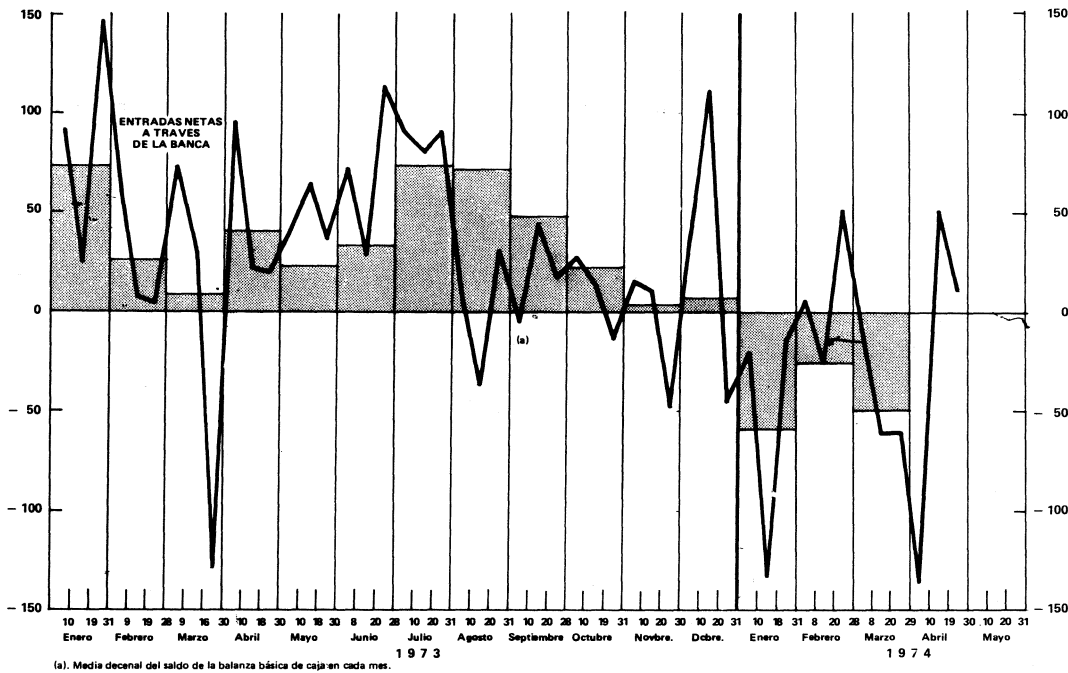
Como se ha indicado anteriormente, a la apertura del mercado el 20 de marzo sucedió un período de tranquilidad en los mercados de divisas, que se reflejó en el de Madrid con ciertas peculiaridades. Las entradas de fondos que afluyeron al mercado español de divisas a partir de esta fecha, como consecuencia de la excelente situación de balanza de pagos, mantuvieron el tipo de cambio de la peseta pegado a la línea de intervención compradora de dólares. Hasta el 15 de mayo, el Banco de España adquirió un apreciable volumen de dólares, que no cabe atribuir a movimientos especulativos. A partir de esa fecha, sin embargo, la extraordinaria alza de las monedas europeas —exceptuándose la libra y la lira— frente al dólar, por razones examinadas en el epígrafe anterior, ocasionó una pérdida en la posición efectiva de la peseta en contradicción con la situación y perspectiva de la balanza de pagos. Ello provocó un movimiento especulativo en favor de la peseta que, dada la eficacia del mecanismo de las pesetas convertibles, hubo de encauzarse a través de retrasos en los pagos y adelantos en los cobros

(2) Véase Informe Anual 1972, página 47.

por parte de importadores y exportadores, respectivamente. En efecto, el gráfico I-6, aunque relativamente simplista, parece confirmar esta hipótesis al colocarse las entradas de dólares a través de la banca (suma de las variaciones en la posición delegada y las compras netas de dólares por el Banco de España) sistemáticamente por encima de la media decenal del saldo de la balanza básica durante los meses de mayo a julio. El descenso de la posición efectiva de la peseta fue agudizándose a medida que el dólar empeoraba en todos los mercados, lo que

GRAFICO I-6

Entradas netas de divisas a través de la banca
(Millones de dólares)

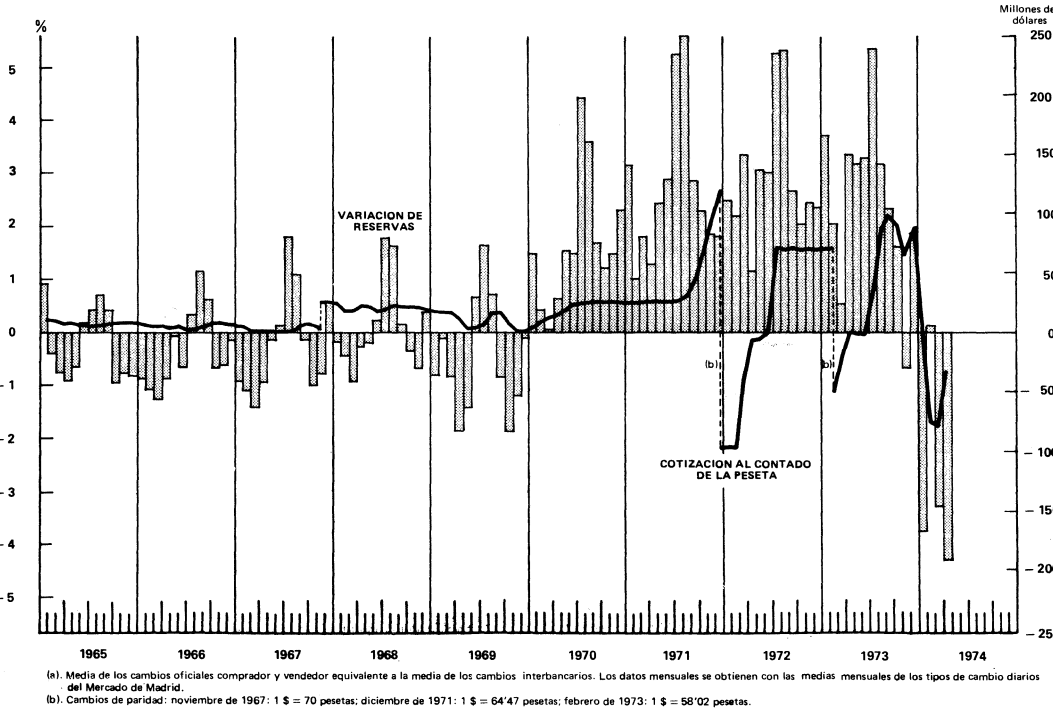


suponía para la economía española un gradual empeoramiento de su relación real de intercambio y un mecanismo adicional de encarecimiento de los productos importados. La posición efectiva de la peseta pasó de una revaluación, el 7 de mayo de 1973, de 8,5 por 100 frente al Mundo, sobre las paridades de mayo de 1970, a una revaluación de menos de un 2 por 100, el 17 de julio, lo que frente al Mercado Común suponía pasar de un 1,6 de revaluación, en la primera fecha, a una devaluación de casi el 11 por 100, en esta última. Las compras de dólares a la banca por el Banco de España fueron, durante el mes de junio y primera mitad de julio, de casi 254 millones, frente a los 188 del mismo período en el año anterior, lo cual implicaba consecuencias desfavorables para la estabilidad interna, amenazada seriamente por problemas de exceso de liquidez.

En vista de tal evolución, las autoridades españolas decidieron elevar, el 17 de julio, el tipo de intervención de la peseta frente al dólar hasta el límite superior de la banda del 2,25 por 100, a la vez que se amplió el margen comprador-vendedor de la intervención, que pasó de 58,02/

GRAFICO I-7

Cotización al contado de la peseta (a) y variación de reservas

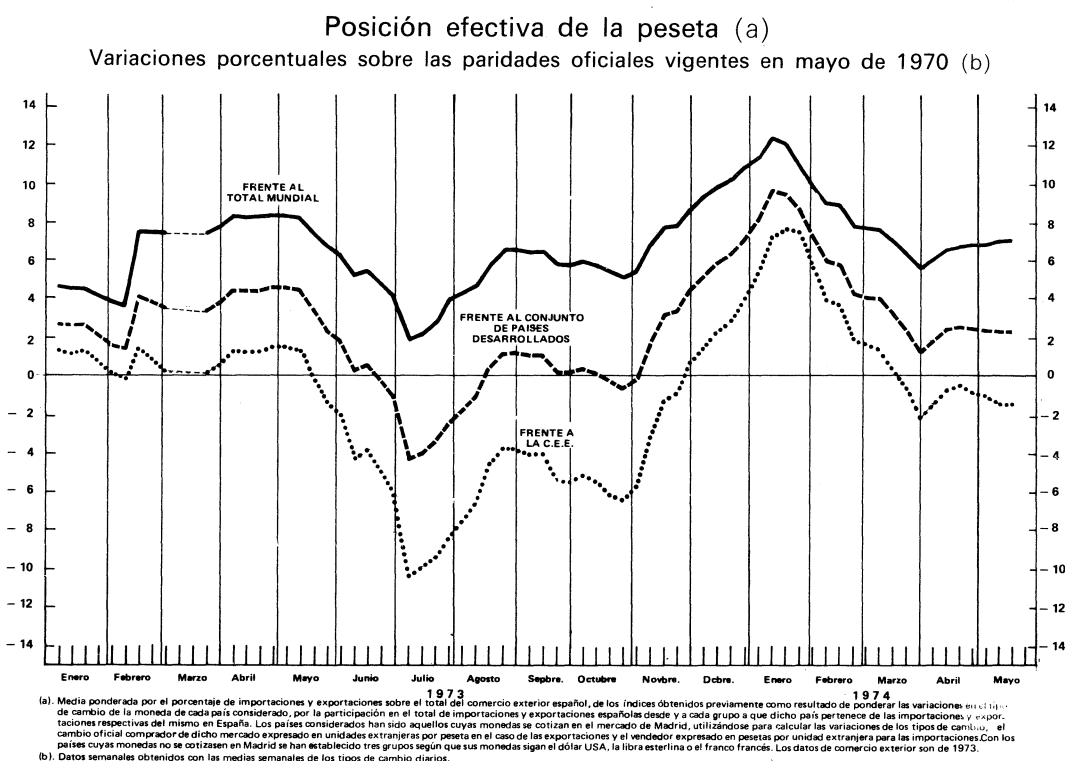


58,32 pesetas por dólar a 56,73/57,33 pesetas por dólar, con lo que se añadió un factor de flexibilidad al mercado interbancario. Se pensaba que la recuperación del dólar no tardaría en producirse y que las medidas adoptadas eran, en consecuencia, suficientes.

Tras la adopción de estas medidas, no se produjeron realizaciones de beneficios, prueba evidente del buen funcionamiento del mecanismo de las pesetas convertibles y, en alguna forma, de la presión en favor de la peseta. Por el contrario, el mercado hasta la segunda mitad del mes de agosto fue oferente neto de dólares, con lo que la peseta se situó de nuevo en el extremo superior del margen de intervención, y ello a pesar de que la divisa americana había comenzado a recuperarse en los mercados internacionales a partir del 27 de julio. Unicamente en la semana del 10 al 17 de agosto —período de máxima recuperación del dólar USA frente a las monedas europeas— el tipo de cambio de la peseta se vio afectado por la situación general de los mercados de divisas europeas, descendiendo hasta colocarse en el extremo vendedor de margen de intervención, lo que obligó al Banco de España a intervenir en el mercado

vendiendo dólares. Después de este breve paréntesis, el tipo de cambio de la peseta volvió a situarse en zona de máxima apreciación frente al dólar, de donde no se movería hasta las últimas semanas de octubre. La posición efectiva de la peseta, como consecuencia de la evolución del dólar y de la política de cambio española, registró, a partir del 17 de julio, una progresiva mejora, que se manifestó, como es lógico, con más fuerza frente a los países del Mercado Común, y se prolongó hasta la segunda mitad de agosto, según se puede observar en el gráfico I-8. Así, frente a la situación del día 17 de julio, la peseta presentaba el 23 de agosto una revaluación del 8,7 por 100, frente al Mercado Común, y del 5,1 por 100, frente al Mundo. Durante septiembre y la primera mitad de octubre, sin embargo, la recuperación de las di-

GRAFICO I-8



visas europeas frente al dólar USA ocasionó un cierto estancamiento en el proceso de elevación del tipo de cambio efectivo de la peseta, que durante este período se mantuvo uno o dos puntos por debajo de la situación en la última fecha indicada.

A partir de la tercera semana de octubre, la posición efectiva de la peseta inició nuevamente un rápido proceso de recuperación, como consecuencia del profundo descenso en la cotización de las divisas europeas frente al dólar. El tipo de cambio interbancario de la peseta frente a esta última moneda se vio afectado por la evolución general de las divisas europeas y durante el mes de noviembre se situó, con algún altibajo, en la zona inferior de la banda de interven-

ción. La presión a la baja, no obstante, no fue fuerte y el Banco de España no hubo de intervenir en ayuda de la peseta más que esporádicamente. Durante el mes de diciembre, el mercado reaccionó nuevamente en favor de la peseta elevando su cotización a la zona de máxima revaluación frente al dólar. La posición efectiva de la peseta registró, por consiguiente, un fuerte impulso, que persistió hasta la segunda semana de enero, en que el índice ponderado de la peseta se situó al nivel del 12,6 por 100 de revaluación, frente al total mundial, y del 7,3 por 100, frente al Mercado Común, sobre las paridades de mayo de 1970, prolongándose dicho efecto en el caso de esta última zona un par de semanas más, en las que el índice se estancó alrededor de dicha tasa.

Aunque la situación de la peseta no fuera preocupante, las autoridades españolas consideraron oportuno ampliar el 6 de diciembre el tipo de intervención del mercado por el extremo vendedor, situándolo en 56,73/57,60 pesetas por dólar. Con ello se intentaba dar una mayor flexibilidad al mercado y limitar la intervención del Banco de España si en un período futuro se iniciaba un movimiento a la baja en la cotización de la peseta. Esta medida trataba de ser realista, dadas las repercusiones que las crisis del petróleo iban a tener sobre la balanza de pagos española, de ningún modo inferiores, en términos relativos, a las que experimentasen las balanzas de otros países europeos. En efecto, desde los primeros días de enero comenzaron a cambiar las expectativas sobre la evolución futura de las cuentas exteriores españolas. La aparición en estas fechas de las primeras estimaciones oficiosas del impacto de los nuevos precios del petróleo sobre la balanza de pagos de los diversos países, elevó de nuevo la cotización del dólar frente al resto de las monedas y la peseta comenzó a resentirse paulatinamente. El Banco de España tuvo que intervenir durante la tercera semana del mes de enero comprando pesetas, al tiempo que rebajaba progresivamente el límite inferior de la banda de intervención hasta colocarlo el día 18 en 58,65 pesetas por dólar, lo que significaba que el margen de la banda de intervención quedaba ampliado a un 3,32 por 100 del tipo central, muy cercano al 4,50 por 100 establecido en los acuerdos del F. M. I. Dadas las perspectivas de balanza de pagos en esos momentos y las condiciones de incertidumbre en que se movían las previsiones sobre su futuro, parecía lógico establecer una política del tipo de cambio más flexible para poder actuar con libertad.

La flotación a la baja del franco francés, el 20 de enero, puso aún más de relieve la conveniencia de disponer de un mayor margen de maniobra para el tipo de cambio de la peseta: primero, porque la medida de las autoridades francesas podría ser el primer paso de una serie de decisiones semejantes que colocarían en situación de inferioridad a aquellos países que mantuviesen un compromiso de intervención del dólar; y en segundo lugar, porque esta situación favorecería las posibilidades de especular en contra de las monedas de estos países. En el caso de España, esta última probabilidad parecía deducirse de la fuerte presión a la baja que la peseta había sufrido en los días anteriores a la flotación del franco francés, en que el Banco de España tuvo que intervenir con ventas considerables de dólares. De modo esencial, la peseta no podría seguir presenciando, ante un futuro incierto de la economía mundial, fluctuaciones de su cotización media efectiva tan intensas como las que había registrado en el

pasado, como resultado de su relación estable con el dólar y de los amplios movimientos de la divisa americana respecto de las otras monedas importantes del mundo. En vista de estas consideraciones, el mercado español permaneció cerrado el día 21, al igual que el de los países de flotación conjunta, y al día siguiente, las autoridades españolas denunciaron frente al F. M. I. su compromiso de intervención del dólar, iniciando la peseta una flotación independiente.

Aunque la decisión de flotación de la peseta se adoptó en un momento en que la divisa española estaba soportando una presión bajista, tras el alza excesiva que le había impuesto el movimiento revaluatorio del dólar, el objeto de la decisión no era provocar una depreciación de la peseta, sino estabilizar aproximadamente su posición media efectiva a través de las fluctuaciones del dólar, el yen y las divisas europeas. Siguiendo este objetivo, el Banco de España ha mantenido su intervención en el mercado de cambios, situando la cotización de la peseta con respecto al dólar con una tónica de estabilidad que la ha dotado, al mismo tiempo, de la flexibilidad suficiente como para mantener la cotización efectiva de la peseta frente al conjunto de las monedas mundiales, durante los primeros meses del año 1974, aproximadamente al nivel medio en que dicha cotización efectiva se mantuvo a lo largo de 1973 y solo muy ligeramente por debajo de su nivel en marzo de dicho año. Ello ha supuesto la aceptación de pérdidas en las voluminosas reservas exteriores de España, por un total de 498 millones de dólares, durante el primer cuatrimestre de 1974.

V. LA CRISIS DEL PETROLEO

Como se ha indicado en los epígrafes anteriores, la economía mundial, en la segunda parte de 1973, avanzaba hacia el año 1974 con unas claras expectativas de recesión, acompañada de unas tasas de inflación que, si no habían de ser sustancialmente menores que las registradas en 1973 a nivel anual, mostrarían, probablemente, una tendencia a la desaceleración, a medida que transcurriera el año. Las medidas anti-inflacionistas adoptadas por todos los Gobiernos y el propio agotamiento del auge habían de conducir a una pérdida moderada de ritmo en el nivel de actividad, más acusada y anterior en los Estados Unidos que en el resto de los países industriales. Las intensas expectativas inflacionistas del público y el alza, aún no totalmente agotada, de los alimentos y las materias primas en los mercados mundiales, aseguraban la entrada en el año 1974 con intensas presiones de precios y costes, pero, a medida que la recesión avanzase, la menor tensión en los mercados de trabajo y materias primas prometía moderar la evolución de los costes, al tiempo que la debilitación de la demanda se encargaría de presionar sobre los márgenes de beneficio. Y sobre este trasfondo de recesión moderada, acompañada de un clima inflacionista intenso, pero en vías de desaceleración, se preveía una continuación del proceso de ajuste de balanzas de pagos orientado hacia un mayor equilibrio de los pagos en el grupo de países industrializados.

Este cuadro de previsiones se desmoronó, sin embargo, bruscamente, bajo el impacto de la crisis del petróleo en los últimos meses de 1973.

Mientras la demanda mundial de energía primaria comercial había venido aumentando a lo largo de los últimos catorce años a una tasa media acumulativa anual situada entre el 4,5 y 5 por 100, la demanda global de petróleo había registrado un ritmo de incremento del 8 por 100, a lo largo de la década iniciada en 1960, y del 9 por 100, a partir de 1970 (con un pequeño desfallecimiento en 1971, como consecuencia de la debilitación del ritmo de actividad mundial). Este rápido incremento de la demanda de petróleo hay que atribuirlo no solo al crecimiento de la economía mundial, sino también a la fuerte expansión de la petroquímica y del transporte autónomo basado en el petróleo; así como a la regresión técnica y económica de las formas alternativas de energía.

Durante la década de los años 60, el desarrollo de la demanda no encontró resistencias del lado de la oferta e incluso se observaron excedentes de producción de petróleo. Sin embargo, a partir del año 1970 comenzaron a registrarse, por una parte, restricciones técnicas en países con reservas de petróleo en proceso de agotamiento y, por otra, restricciones económicas, debidas a la insatisfacción de los países productores con el precio de los crudos y con los problemas planteados por el fuerte y creciente ritmo de extracción. Las restricciones de carácter político iniciadas por los países árabes en octubre de 1973, a raíz del conflicto árabe-israelí, y las posteriores elevaciones del precio de los crudos, hay que contemplarlas sobre el trasfondo de los problemas a largo plazo del petróleo.

Al ritmo de extracción de los últimos años, se piensa que las reservas clásicas conocidas de petróleo tenderían a agotarse en un plazo de unos treinta años, aunque se estima que existen aún en el mundo recursos potenciales considerables sin detectar. Las reservas no clásicas (arenas y pizarras bituminosas) son muy importantes, pero las dificultades de orden tecnológico y los altos costes de producción han impedido hasta ahora la utilización de esta fuente de suministro. Por otra parte, las fuentes de energía alternativas presentan asimismo serias dificultades: en el caso de la energía hidráulica, existen techos máximos de producción previsibles, aunque susceptibles de elevación en el caso de que el precio de la energía se elevase apreciablemente; la producción mundial de carbón se encuentra en regresión, debido al progresivo agotamiento de las reservas conocidas económicamente explotables y también a las crecientes dificultades para encontrar mano de obra adecuada; el gas natural cuenta aún con un escaso desarrollo, y la producción de energía de origen nuclear solo ha registrado una lenta expansión. En este panorama, no es de extrañar que los países productores mostrasen una insatisfacción creciente respecto del precio de los productos petrolíferos y estuvieran dispuestos a impulsarlos al alza.

Sus preocupaciones se veían afectadas, al mismo tiempo, por los problemas derivados de la inflación mundial y del desorden monetario internacional. Los progresivos ritmos de expansión de la demanda mundial de petróleo estaban obligando a extraer sus reservas a ritmos crecientes, que poco tenían que ver con las posibilidades de gasto de los países productores. En consecuencia, estos últimos estaban, de hecho, cambiando reservas de petróleo —fuente de

energía con un claro horizonte de escasez— por reservas mantenidas en activos financieros internacionales y sometidas a la erosión impuesta por el proceso inflacionista mundial y por las devaluaciones de algunas de las más importantes monedas de reserva. Los países productores de petróleo, países en general en fases modestas de desarrollo económico, habían de mostrar una lógica preocupación sobre el sentido de esta explotación de sus recursos, desde el punto de vista de las necesidades de sus generaciones futuras. Eran razonables, por consiguiente, sus esfuerzos por lograr un mayor control de los ritmos de extracción, por imponer una elevación del precio de los productos petrolíferos y por lograr una creciente participación en los beneficios del sector.

La crisis del petróleo iniciada en las últimas semanas del mes de octubre de 1973 estuvo compuesta por dos elementos, uno de ellos transitorio y otro permanente, de efectos distintos sobre la economía mundial. El elemento transitorio consistió en las restricciones de oferta impuesta por los países árabes, de forma discriminada, como reflejo de su decisión de utilizar el petróleo como arma política para influir en la evolución del conflicto árabe-israelí. Estas restricciones de la oferta amenazaron con provocar en la economía mundial una gravísima depresión, suscitada por las limitaciones físicas en el lado de la oferta y, por consiguiente, con difíciles y escasas posibilidades de ajuste. Tal amenaza se cernió sobre el mundo desde finales de octubre de 1973 hasta mediados de enero de 1974, fecha en que resultó claro que los países árabes, cualquiera que hubiera sido la importancia de las restricciones de oferta efectivamente practicadas en los meses anteriores, no estaban dispuestos a inferir graves daños a la economía mundial por esta vía; desde el mes de enero, solo se mantuvieron las restricciones a un número reducido de países, el más importante de los cuales era Estados Unidos, para quien el problema revestía una importancia relativamente menor, dada la pequeña participación del petróleo árabe en sus suministros totales de energía. En el mes de marzo, la restricción de suministros a Estados Unidos fue levantada.

El elemento permanente de la crisis del petróleo vino determinado por la fortísima elevación de los precios de los crudos impuestos por los países productores. Tales precios, que habían mostrado incluso una suave erosión a lo largo de la década iniciada en 1960, comenzaron a registrar elevaciones apreciables a partir de 1971. Refiriéndonos al precio F. O. B. del petróleo del Golfo Pérsico, de tipo ligero, el mismo había pasado de 1,32 dólares por barril, a principios de 1971, a 1,86 dólares, al finalizar el año 1972, para alcanzar 2,32 dólares, al comenzar el mes de agosto de 1973. El 16 de octubre de ese año, los países árabes productores situaron dicho precio en 3,65 dólares y, al iniciarse el año actual, el mismo había alcanzado cotas situadas en torno a los 9 dólares por barril. En los primeros momentos, cuando persistía la amenaza de las restricciones de suministro de carácter político, la precipitación de los países consumidores por asegurarse una oferta adecuada de petróleo les llevó a pujar con tal intensidad en las subastas de crudos procedentes de «royalties» que, en numerosos casos, las adjudicaciones se hicieron a precios situados entre 16 y 20 dólares por barril en tales subastas. A medida que las expectativas respecto de los ritmos de suministro se aclararon, tan desorbitados precios tendieron a ceder; pero los precios básicos normales de los crudos persistieron en sus

nuevos niveles. El precio medio C. I. F. de los crudos en Europa, que se había mantenido en torno a los 3,25 dólares por barril en la primera parte de 1973, se situaba por encima de los 9 dólares por barril en los primeros meses de 1974. De los argumentos apuntados en los párrafos anteriores se deduce que el precio del petróleo había estado situado a niveles excesivamente bajos en relación con las previsiones energéticas mundiales y que su elevación no solo era una reivindicación justa por parte de los países productores, sino que se trataba incluso de un movimiento deseable desde el punto de vista de la economía mundial, un tanto despreocupada de la amenaza de escasez energética futura y adentrada en un proceso de crecimiento basado en energía barata, poco justificable en una consideración a largo plazo. Problema distinto es el del nivel del precio de equilibrio del petróleo a plazo medio y, sobre todo, el del ritmo al que hubieran debido moverse los precios desde sus anteriores niveles hasta tal cota de equilibrio, de modo que se hubiera dado a la economía mundial un plazo más largo para absorber el proceso de ajuste sin graves perturbaciones. Por el momento, aunque el precio de los crudos descendiera algo en los próximos meses —cosa improbable—, no parece que tal movimiento tuviera importancia bastante para alterar sustancialmente la gravedad del problema planteado.

Dejando de lado el tema del ritmo de alza de precios del petróleo que hubiera sido más deseable desde el punto de vista de la economía mundial, puesto que corresponde a la historia conjetural, lo cierto es que el mundo se enfrenta con las graves dificultades derivadas del fortísimo incremento en el precio de los crudos. En un sentido estricto, se trata de un problema de transferencia de renta desde los países consumidores a los países productores de petróleo, sustancialmente cualificado por la escasa capacidad de incremento del gasto por parte de este último grupo de países, dados los modestos niveles de desarrollo de sus economías y sus reducidos volúmenes de población. Se trata, por tanto, de una transferencia masiva de recursos que afecta negativamente, y de modo inevitable, a los países consumidores de petróleo, tomados en su conjunto, reduciendo de una sola vez su producto nacional real y su nivel de bienestar a través del empeoramiento de su relación real de intercambio con el grupo de países productores; y que afecta de modo muy diverso a los distintos países consumidores, atendiendo a la participación del petróleo en su consumo de energía y al grado de cobertura del consumo de petróleo por producción nacional.

Tratemos de cuantificar estos efectos. El impacto contractivo inmediato del alza de precios del petróleo —medido en términos del porcentaje que representa el empeoramiento de la balanza comercial sobre el P. N. B.— ha sido estimado por la O. C. D. E. en un 1,3 por 100 del P. N. B., para el conjunto de sus países miembros, y en un 2 por 100, aproximadamente, para el conjunto de Europa y el Japón, con una dispersión que va desde 0 en Canadá y 0,8 por 100 en Estados Unidos hasta un 2,5 por 100, aproximadamente, en los casos de Italia y El Reino Unido; estas cifras tienen ya en cuenta una posible reducción en el consumo de petróleo, como consecuencia del alza de precios, y un posible aumento de las exportaciones hacia los países productores de petróleo a precios que reflejan el impacto inflacionista interior. Dicho con otras

palabras: como consecuencia del alza del precio del petróleo, los países europeos, por ejemplo, transferirán renta a los países productores de petróleo por un 2 por 100 de su P. N. B. en 1974. Suponiendo que la relación real de intercambio entre ambos grupos de países no se modifique sustancialmente en el futuro, esa transferencia hará perder, por sí sola, a los países europeos —para seguir con el ejemplo— un 2 por 100 del P. N. B. en el año.

La modificación de los saldos de las balanzas de pagos por cuenta corriente, como consecuencia de la elevación de los precios de los productos petrolíferos, adquiere caracteres dramáticos. Los ingresos de los países productores de petróleo aumentarán en 1974 en unos 60.000 a 65.000 millones de dólares, como consecuencia del alza del precio de los crudos; y, dada la escasa capacidad de gasto de este grupo de países, por intenso que sea su esfuerzo de aumento de las importaciones, la balanza por cuenta corriente del grupo registrará una mejora del orden de los 55.000 a 60.000 millones de dólares en 1974. Como contrapartida, los países subdesarrollados no productores de petróleo registrarán un empeoramiento en los saldos de sus balanzas por cuenta corriente situado entre 7.000 y 10.000 millones de dólares y el conjunto de los países de la O. C. D. E. experimentará una deterioración de su balanza global por cuenta corriente de 45.000 ó 50.000 millones de dólares, situándose sus déficits absolutos por cuenta corriente en el año en torno a los 7.500 u 8.000 millones de dólares, en los casos del Reino Unido y el Japón; 5.500 millones de dólares, en el caso de Italia; 4.000 millones de dólares, en Estados Unidos; 3.500 millones de dólares, en Francia, y 1.000 millones de dólares, en Alemania.

El punto básico del problema consiste en que el déficit global por cuenta corriente de los países consumidores frente a los países productores de petróleo no puede ser reducido mediante esfuerzos individuales de los países en sentido deflacionista o de competencia comercial (devaluaciones, proliferación de barreras comerciales, etc.), que se limitarían a redistribuir el déficit global dentro del conjunto de los países consumidores de petróleo o bien solo lograrían reducirlo algo —teniendo en cuenta la notoria rigidez de la demanda de petróleo— si, transmitiéndose en cadena, acabaran sumiendo a los países consumidores en una grave depresión económica. Desde el punto de vista global, el déficit por cuenta corriente de los países consumidores frente a los países productores de petróleo no puede ser reducido sustancialmente, a corto y medio plazo, por aquéllos, en vista de la imposibilidad de los últimos para reducir paralelamente su superávit; no hay proceso alguno de ajuste que permita resolver a corto y medio plazo el problema, y ni siquiera una grave depresión mundial lo lograría.

El reconocimiento de tal situación debería bastar a los países consumidores para alejar la tentación de buscar el ajuste mediante políticas de restricción de la demanda o políticas competitivas, encaminadas a trasladar sobre los demás países del grupo una parte mayor del déficit global, porque el resultado sería una grave depresión mundial. Y la tentación habría de ser resistida, a pesar de que la elevación de los precios de los productos petrolíferos determinará alzas importantes de precios en todas las economías, que vendrán a incidir sobre el intenso clima de inflación que la economía mundial ha venido registrando durante los últimos

años. La única vía abierta, en caso de mantenerse los actuales precios de los crudos, consiste en un esfuerzo de cooperación internacional encaminado a absorber el impacto de un clima de razonable expansión, sin desatender la lucha con las tensiones inflacionistas heredadas del pasado reciente. No cabe ocultar las dificultades de tal línea de actuación, especialmente en las débiles condiciones actuales de la cooperación internacional.

La primera implicación de tal actitud consiste en aceptar que los países consumidores de petróleo habrán de cubrir los importantes déficits de sus balanzas de pagos por cuenta corriente endeudándose, directa o indirectamente, con los países excedentarios, es decir, con los países productores de petróleo. Estos dedicarán una parte de su excedente por cuenta corriente a realizar inversiones directas y de cartera de los países industriales; y han decidido constituir un Fondo especial destinado a facilitar ayuda a los países en vías de desarrollo no productores de petróleo, para los cuales el alza de los crudos implica un empeoramiento de sus cuentas exteriores superior al volumen de financiación para el desarrollo que venían recibiendo de los países avanzados —aunque dicho Fondo, formalmente constituido el día 7 de abril de 1974 en Ginebra, se nutrirá de contribuciones voluntarias de los países de la O. P. E. P., de modo que resulta imposible prever el volumen de la ayuda así encauzada—. En todo caso, una parte sustancial del excedente será colocada en el mercado de eurodivisas, y a él habrán de ir a buscar cantidades importantes de financiación los países consumidores de petróleo a fin de cubrir sus déficits exteriores.

Ni el impacto del encarecimiento de los crudos es similar para todos los países importadores —dependiendo de la estructura de su demanda y de su producción de productos energéticos— ni todos los países consumidores están en condiciones similares para financiar sus déficits, atendiendo a sus niveles de reservas, deuda exterior, facilidades de acceso a los mercados financieros internacionales, etc. Por ello, el F. M. I. ha sugerido, estudiado y propuesto la creación de una línea especial de financiación, destinada a proporcionar fondos de préstamo a los países consumidores, durante los años 1974 y 1975, para atender sus dificultades exteriores, como consecuencia del alza del precio de los crudos y en relación con la importancia de tales dificultades para cada país, es decir, concediendo mayores facilidades relativas a los países en vías de desarrollo y a los que registran un mayor incremento en el valor de sus importaciones en relación con su nivel de reservas exteriores.

Los países consumidores se verán, en todo caso, ante la difícil tarea de graduar la tasa de expansión económica que consideren razonable en las circunstancias actuales y de decidir las líneas de política compensatoria estimulante que parezca más adecuado utilizar para alcanzar los objetivos propuestos. Ya se ha indicado que el año 1974 habría sido un período de desaceleración económica en los países industriales, aun sin la crisis del petróleo. El agotamiento del intenso auge vivido durante 1972 y 1973 y las medidas restrictivas adoptadas por las autoridades a lo largo del pasado año habían de conducir a una apreciable reducción del ritmo de expansión real de la economía mundial en 1974. Pero la crisis del petróleo ha venido a acentuar tales tendencias. Al impacto depresivo inicial, que ya se ha indicado anteriormente, de-

terminado por el trasvase de renta impuesto por el fuerte empeoramiento de la relación real de intercambio en los países consumidores, habrán de sumar éstos otros efectos, inducidos de sentido asimismo depresivo. Por una parte, dadas la escasa elasticidad-precio a corto plazo de la demanda de productos petrolíferos y la erosión impuesta a las rentas reales disponibles para el gasto por el alza de los precios de dichos productos y por su transmisión a lo largo y lo ancho de la economía, se ha de prever una apreciable reducción en el ritmo de crecimiento del consumo privado en términos reales, con especial repercusión sobre la demanda de consumo real de otros productos de demanda menos rígida. Por otra parte, la pérdida de vigor de la economía mundial afectará a los ritmos de avance de las exportaciones en términos reales. Y la debilitación de estos componentes de la demanda —tal vez algo atenuada, en el caso del primero de ellos, por una reducción de la propensión al ahorro— tenderá a disminuir la inversión, afectada ya negativamente, desde los últimos meses del pasado año, por la incertidumbre generada por la crisis del petróleo. Es cierto que la nueva estructura de precios de los productos energéticos abrirá nuevas líneas de inversión en este campo; pero ni su efecto compensador tendrá intensidad bastante ni hay que contar con un importante impulso estimulante de esas inversiones a corto plazo. Por otra parte, el encarecimiento de los productos petrolíferos afectará, en forma especial y directa, a las expectativas de inversión en el sector del automóvil, que representa, incluyendo la industria auxiliar, de un 15 a un 19 por 100 de la renta industrial en un buen número de países avanzados. En resumen, la crisis del petróleo ha impartido un efecto depresivo a la economía mundial que, superpuesto a la tendencia rece-

CUADRO I-10

Crecimiento del P. N. B. en las siete principales economías de la O. C. D. E.

Variaciones porcentuales

	Promedios	Respecto del año anterior		
	1959-1960 a 1970-1971	1972	1973	1974 (provisio- nal)
Canadá.	4,9	5,8	7,0	4,3
Estados Unidos.	3,9	6,1	5,9	—
Japón.	11,1	9,6	10,4	1,8
Francia (a).	5,8	5,5	6,3	4,3
Alemania.	4,9	3,0	5,5	0,8
Italia.	5,5	3,5	5,2	5,0
Gran Bretaña (a).	2,9	3,0	5,6	— 2,5
Total de los países anteriores (b).	4,8	5,8	6,5	1,0
Excluido el Reino Unido.	5,5	6,0	6,6	1,3

(a) Producto Interior Bruto.
(b) Con ponderaciones y tipos de cambio de 1973.
FUENTE: O. C. D. E.

siva que se habría manifestado en todo caso, llevará en 1974 a una apreciable reducción en los ritmos de crecimiento de las economías en términos reales y a un considerable incremento del paro involuntario a medida que transcurre el año. El cuadro I-10, que recoge las previsiones de la O. C. D. E. para algunos de los más destacados países industriales del grupo —prescindiendo de posibles políticas compensatorias—, refleja tan poco favorables perspectivas: para varios de los países contemplados, las previsiones para 1974 son de estancamiento o casi estancamiento; para todos ellos, la pérdida de ritmo en el crecimiento real entre 1973 y 1974 es sustancial. Los ejercicios de previsión están cargados este año de elementos de incertidumbre muy superiores a los habituales; pero la tendencia que señalan es clara y la intensidad del fenómeno difícilmente puede suavizarse, si los precios de los crudos se mantienen aproximadamente a sus niveles actuales. La economía mundial vivirá en 1974 más de elementos de inercia que de nuevos impulsos expansivos.

El esfuerzo por distribuir en el tiempo las consecuencias inmediatas y detener los efectos depresivos secundarios del alza de los precios del petróleo habrá de expresarse en una política económica compensatoria. No cabe ignorar, sin embargo, los difíciles dilemas y limitaciones que tal política habrá de afrontar. El impacto inmediato del encarecimiento de los crudos sobre los precios de consumo de los países europeos ha sido estimado por la O. C. D. E. como cercano a tres puntos porcentuales para 1974; y no cabe esperar una compensación apreciable de un descenso de los elevadísimos precios internacionales de los alimentos y las restantes materias primas, al menos hasta que la baja de la coyuntura mundial se haga patente en los mercados internacionales durante la segunda parte del año. Así, pues, la intensa inflación mundial recibirá un nuevo impulso del alza de los precios del petróleo, que se transmitirá a través de las complejas articulaciones de los precios de las economías; y ello estimulará fuertes elevaciones de salarios monetarios, en respuesta a la erosión registrada en su poder real de compra durante los meses pasados y a las expectativas inflacionistas, a pesar de la previsible debilitación de la demanda en el mercado de trabajo y del previsible descenso en la productividad media del trabajo. Los márgenes unitarios de beneficios tenderán, por su parte, a elevarse en términos absolutos, aunque se mantengan estables en términos relativos y la desaceleración de la demanda afecte negativamente a su nivel global. La aceleración del proceso inflacionista tenderá a centrarse en la primera parte de 1974, pero la difusión de las alzas de precios continuará durante el segundo semestre del año. El cuadro I-11 ofrece una buena ilustración de la prevista aceleración de la inflación en 1974, a partir de las estimaciones de la O. C. D. E. para un importante grupo de sus países miembros. Los precios crecerán probablemente bastante menos que la media en Alemania, Estados Unidos y Canadá; pero en numerosos países de la O. C. D. E. la tasa prevista de inflación se sitúa entre el 12 y el 17 por 100 para 1974.

El intenso clima inflacionista heredado del pasado y el hecho de que los impactos depresivos se canalicen a través de nuevos impulsos alcistas de los precios, condicionan las líneas de actuación de una política económica compensatoria. El intento de combatir los elementos de recesión mediante una política monetaria notoriamente expansiva, comporta el riesgo de agravar

Precios al consumo (a)

Variaciones porcentuales: ajustadas estacionalmente a tasas anuales

	Respecto del año anterior			Respecto del semestre anterior			
	1972	1973	1974	1973 I	1973 II	1974 I	1974 II
Canadá.....	3,5	5,4	8,0	4,9	8,2	8,3	7,3
Estados Unidos.....	2,6	5,2	8,5	5,4	7,8	9,0	7,8
Japón.....	4,4	11,5	16,5	11,9	16,4	17,8	14,5
Francia (b).....	6,2	7,5	12,8	6,2	10,4	14,0	12,0
Alemania.....	5,7	7,2	8,5	7,4	6,8	9,3	8,8
Italia (b).....	5,7	10,7	13,0	12,1	10,4	14,3	13,3
Gran Bretaña.....	6,5	8,5	12,5	8,0	9,0	12,5	16,0
Total de los precios anteriores (c).	4,0	7,1	10,5	7,1	9,4	11,3	10,0

(a) Deflactor implícito de precios de la Contabilidad Nacional.

(b) Índice de precios al consumo.

(c) Ponderaciones y tipos de cambio de 1973.

FUENTE: O. C. D. E.

el proceso inflacionista y de ejercer un efecto adverso sobre la balanza de pagos, tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital. El esfuerzo por compensar la caída de la renta real disponible para el gasto de los consumidores, a través de fuertes alzas de los salarios monetarios, acelerarían asimismo la inflación o, en caso de no ser respaldada por una política monetaria fuertemente expansiva, implicaría una importante redistribución de rentas con cargo a beneficios que afectaría depresivamente a la demanda de inversión. La depreciación cambiaria difícilmente conseguiría intensificar el volumen real de exportaciones, al tiempo que, al encarecer los precios interiores de los bienes de importación, intensificaría el clima inflacionista. Parece, pues, que la política económica compensatoria ha de centrarse en la utilización de los instrumentos fiscales, acompañados de una política monetaria moderadamente expansiva.

Las opciones dentro de los instrumentos fiscales son, sin embargo, importantes y aparecen condicionadas por los mismos problemas ya expuestos. Un incremento del gasto público en bienes y servicios ejercerá, sin duda, un efecto expansivo —con intensidad y con retrasos dependientes del tipo de gasto público objeto del incremento—, pero también comportará, más allá de ciertos límites, una mayor presión inflacionista. La ampliación de las subvenciones públicas permitirá contener parcialmente las alzas de precios y reducir, por tanto, la erosión de las rentas reales disponibles para el gasto, como consecuencia de la inflación; en la medida que se contribuya de este modo a sostener el avance del consumo real, esta línea de actuación

tendrá un efecto compensatorio logrado por vías ventajosas, desde el punto de vista de la evolución de los precios y del futuro de la balanza de pagos; pero el efecto multiplicador será menor que en el caso de la expansión del gasto público en bienes y servicios, lo cual puede ser importante si los elementos depresivos actúan con intensidad sobre la economía. Aún habrá que decidir los grupos de productos a que se refieren las subvenciones —entre los que los productos petrolíferos no son, ciertamente, los más idóneos en la medida que las subvenciones a los mismos retrasarían los deseables reajustes en la estructura de la demanda—.

Finalmente, puede conseguirse un efecto similar al logrado por la vía de las subvenciones mediante las reducciones de impuestos, que suponen compensar una parte de la erosión de renta real provocada por el alza de precios o compensar parcialmente el desaliento que la inversión pueda registrar como consecuencia de la caída de las expectativas empresariales, y cuya eficacia dependerá, como es natural, del grado de flexibilidad del sistema impositivo existente en cada país.

Las líneas de actuación indicadas, ligadas a políticas de precios y rentas, ofrecen a los Gobiernos una gama de posibles combinaciones no indiferentes entre las que los Gobiernos habrán de decidir atendiendo a sus prioridades sobre crecimiento, inflación y distribución social de la carga que el alza de precios del petróleo impone a todos los países consumidores. En los primeros momentos de la crisis, cuando el problema radicaba en una limitación cuantitativa de la oferta de productos energéticos, varios países adoptaron medidas de orientación deflacionista encaminadas a absorber una parte del exceso de la demanda sobre la oferta posible en términos monetarios. Con posterioridad, a medida que las limitaciones cuantitativas de oferta dejaron paso al problema del alza del precio de los crudos, los países industriales adoptaron tónicas más expansivas de política económica, y cabe prever que, con el transcurso del año, al irse absorbiendo las subidas de precios y expresarse la caída de la demanda en tasas crecientes de desempleo, el orden de prioridad de los objetivos inspiradores de la política económica tienda a inclinarse progresivamente en favor de moderadas medidas expansivas, cuya efectividad dependerá, en buena medida, del grado de cooperación internacional.

VI. LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

La crisis del petróleo ha afectado también profundamente el panorama de la reforma del sistema monetario internacional, alejando definitivamente cualesquiera esperanzas de que el problema entrara en vías de solución en un próximo futuro. No quiere esto decir, sin embargo, que antes de la crisis del petróleo la marcha de los trabajos encaminados a la reforma del sistema permitiera sustentar expectativas demasiado optimistas, y cabe albergar serias dudas de que la fecha de 31 de julio de 1974, que se fijó el Grupo de los Veinte en la reunión de Nairobi de septiembre de 1973, para llegar a un documento final que contuviese las bases de la reforma, hubiera podido ser respetada.

El Grupo de los Veinte no ha podido responder a la confianza que en él se depositó en el momento de su creación, en septiembre de 1972, como cauce básico de la reforma del sistema. El insuficiente grado de cooperación internacional y las divisiones que separaban las actitudes de distintos grupos de países ante los problemas planteados, dificultaban el avance en un terreno que se veía, además, profundamente afectado por las simultáneas convulsiones monetarias y por los procesos de ajuste de las balanzas de pagos derivados de los nuevos realineamientos de paridades.

Existe un acuerdo general sobre la conveniencia de que en el sistema reformado, los tipos de cambio se muestren más flexibles que en el pasado, de modo que las autoridades nacionales los utilicen con más frecuencia como modo de corregir desequilibrios exteriores. Dificultad mayor plantea, sin embargo, el establecimiento de mecanismos y criterios que regulen esa deseada flexibilidad. Los Estados Unidos han insistido en la necesidad de establecer un conjunto de indicadores objetivos —centrados en un indicador de reservas—, que deberían ser utilizados como piezas importantes para que la comunidad internacional efectuara valoraciones globales sobre la situación de los países que registraran apreciables desequilibrios exteriores en uno u otro sentido; y han insistido en la necesidad de articular mecanismos de presión para forzar a los países a adoptar políticas conducentes al ajuste exterior con suavidad y rapidez, llegando incluso a proponer la preparación de un cuadro de sanciones, en el caso de que los países afectados hicieran caso omiso de las recomendaciones internacionales. Pero no todos los países están de acuerdo en la conveniencia de utilizar indicadores objetivos de carácter mecánico, ni en la forma que podrían adoptar, en su caso, las presiones y las sanciones previstas y ni siquiera en la conveniencia de que tales sanciones existieran. Debe señalarse, por lo demás, que en este campo parece haberse avanzado notablemente en el camino de la reforma del sistema, en la medida que las diversas autoridades económicas han ido abandonando las actitudes que dificultaron en el pasado los movimientos rápidos y frecuentes en los tipos de cambio. De hecho, se ha llegado a una situación de flotación casi generalizada de monedas que, aunque tal vez no sea un sistema ideal de cara a un futuro dominado por condiciones más normales, ha permitido salvar con relativa comodidad muchas de las dificultades planteadas a lo largo de los últimos meses —y especialmente la crisis del petróleo—, que en un régimen de tipos de cambio fijos habrían dado lugar a convulsiones de imprevisible magnitud. Al mismo tiempo, las autoridades han ido convenciéndose de las ventajas de la flexibilidad cambiaria y de la conveniencia de que, aun en el caso de que en el sistema reformado del futuro se mantengan tipos de cambio fijos, pero ajustables, éstos se muevan con frecuencia y rapidez y dejen paso a situaciones de flotación cuando las circunstancias se compliquen y no exista una clara orientación respecto de la estructura cambiaria más deseable.

Existe también un amplio acuerdo sobre la necesidad de que en el sistema reformado se generalice la liquidación de saldos en activos primarios, reduciendo sustancialmente el papel de las monedas de reserva. Existen, sin embargo, apreciables diferencias entre la forma en que distintos grupos de países contemplan ese mecanismo de liquidación de saldos. Algunos países, principalmente europeos, dispuestos a conjurar la posibilidad de volver a los problemas del

pasado, han exigido un sistema prácticamente automático de liquidación en activos primarios, con una reducción a un mínimo de los saldos mantenidos en moneda de reserva (su reducción, prácticamente, a los saldos exigidos por las necesidades derivadas de la intervención en cambios). Los Estados Unidos, por su parte, aun aceptando el sistema de liquidación en activos primarios, consideran que sería conveniente otorgar una mayor flexibilidad al sistema, permitiendo a los países decidir sobre el volumen de los saldos que desean mantener en monedas de reserva, sin establecer mecanismos obligatorios de conversión, aunque limitando la convertibilidad de las tenencias de moneda de reserva cuando éstas alcanzaran determinados volúmenes. El tema está ligado, por otra parte, a la estructura e importancia relativas atribuidas a los diferentes activos primarios en el nuevo sistema, al problema de la conservación del valor y del tipo de rentabilidad de los D. E. G. —es decir, al problema de su atractivo, en cuanto activos de reserva— y al tema del papel del oro en el nuevo sistema, puesto que no basta con desear la desmonetización del oro para conseguirla de hecho.

La crisis del petróleo ha venido a incidir, naturalmente, sobre todos estos problemas. En la medida que el sistema de flotación generalizada de monedas ha permitido superar el impacto inicial de la crisis con relativa tranquilidad, parece imposible pensar en su abandono en un próximo futuro para ser sustituido por un sistema de tipos de cambios fijos, pero ajustables, cualesquiera que sean los mecanismos a que se confía su funcionamiento, basado en la flexibilidad y rapidez de los movimientos cambiarios. También ha resultado afectada cualquier discusión sobre los excesos de reservas y la conversión o consolidación de los mismos, puesto que ningún país consumidor de petróleo acepta estar en posesión de un exceso de reservas en los momentos actuales. Al propio tiempo, la crisis del petróleo ha evidenciado la necesidad de encontrar un activo de reserva capaz de ofrecer una rentabilidad suficiente y asegurar, además, una razonable conservación del valor en el tiempo; y no cabe duda de que ha sido la inexistencia de tal tipo de activo de reserva uno de los determinantes de las decisiones de los países árabes en relación con el precio del petróleo. La crisis del petróleo ha venido así a alterar el esquema temporal de la reforma. Si el mundo debe vivir en un régimen de flotación generalizada durante un período de tiempo previsiblemente largo, entonces ha de atenderse a los problemas más graves que plantea esa flotación y tratar de llegar al establecimiento de un código que contenga un conjunto de normas generalmente aceptadas sobre los mecanismos de flotación, que eviten el mal uso que del sistema pueda hacerse. Pero, además, un sistema de flotación generalizada de monedas resuelve muchas dudas sobre la forma de conservar el valor de los D. E. G. en el tiempo, puesto que no deja otra salida practicable que la consistente en ligar los D. E. G. a un conjunto de monedas de destacada importancia en las transacciones internacionales, previéndose tal vez periódicas revisiones al alza de su valor en relación con tal conjunto de monedas.

La crisis del petróleo lleva, por otra parte, a la necesidad urgente de encontrar una vía que permita acabar con la inmovilización del oro en las reservas de los Bancos Centrales; porque, cualesquiera que sean las pretensiones sobre la desmonetización del oro, éste continuará ocupando una posición relevante con las actuales previsiones de inflación mundial generali-

zada y la creación de condiciones para su movilización parece importante en momentos de graves dificultades entre los países consumidores de petróleo para hacer frente, con cargo a reservas o a financiación compensatoria, a los déficits de sus balanzas de pagos básicas. Finalmente, la crisis del petróleo obliga a replantearse con cierta urgencia el problema de volver a dotar de más vitalidad al F. M. I., a través del cual podría organizarse, por otra parte, como ha propuesto su Director Gerente, Sr. Witteveen, un sistema de encauzamiento de financiación desde los países productores a los países consumidores de petróleo, para atender a los problemas de balanza de pagos de estos últimos en proporción a sus dificultades.

Todo esto ha llevado, lógicamente, a la liquidación del Grupo de los Veinte y al reforzamiento del F. M. I. El Grupo ha celebrado, a mediados del mes de junio, su última reunión, en la que ha aprobado un documento que pueda servir de base, en su día, para la reforma del sistema, pero en el que no han desaparecido las divergencias entre los distintos países en relación con algunos de los problemas básicos planteados. Entretanto, los problemas más urgentes relativos a las normas de flotación y a la conservación del valor y definición de la rentabilidad de los D. E. G. han pasado a ser estudiados por el Consejo Ejecutivo del F. M. I., quien también se ha ocupado de proponer las líneas básicas del sistema de trasvase de financiación, a través del Fondo, para atender a los problemas más urgentes planteados por la crisis del petróleo. Esta revitalización del F. M. I. ha llevado a plantear, por otra parte, el problema del reforzamiento de sus órganos directivos, y así, si bien se ha previsto la existencia en el Fondo Monetario reformado del futuro de un Consejo Permanente de Gobernadores con facultades decisorias, se ha considerado conveniente que, al término de las actividades del Grupo de los Veinte, la Comisión de Ministros del mismo se constituya en órgano asesor del Director Gerente del F. M. I. en el período de dificultades que el mundo tiene por delante antes de alcanzar el nuevo sistema monetario internacional reformado.

En la sesión especial sobre materias primas y desarrollo económico, convocada por la O. N. U. en el pasado mes de abril, el Sr. Waldheim, Secretario General de dicha Organización, denunció los problemas del sistema monetario internacional como un cáncer que amenaza el bienestar económico futuro. Pero tales problemas son hoy, en todo caso, de importancia secundaria frente a otros a que hizo referencia el propio Sr. Waldheim: la terrible pobreza que afecta a dos tercios de la humanidad, la crisis demográfica y la dramática situación de las reservas alimenticias mundiales.

CAPÍTULO II

EVOLUCION GENERAL DE LA ECONOMIA EN 1973

I. INTRODUCCION

Este capítulo se ocupa de la evolución general de la economía española en 1973, en tanto que se pospone al capítulo V de este Informe el examen de la situación económica en los primeros meses de 1974 y de las perspectivas y problemas que la economía tiene planteados.

En un marco internacional caracterizado por una situación inestable, un alto nivel de actividad en la economía de los más importantes países y una inflación generalizada a escala mundial, la economía española prosiguió en 1973 su rápido avance en el camino del desarrollo. Durante este año se alcanzó el techo de sus posibilidades de producción a corto plazo, bajo la presión del proceso expansivo emprendido por la economía en la segunda mitad de 1971, por lo que, a pesar de que la demanda global, estimulada por una actitud expansiva de las autoridades económicas en la mayor parte del año, se mantuvo dinámica y pujante, la producción registró una desaceleración de su ritmo de crecimiento a lo largo de 1973. La situación de pleno empleo de los recursos humanos y de la capacidad productiva instalada que predominó durante el año, así como la presión ejercida por la demanda sobre estos recursos, vinieron a sumarse al conjunto de causas de origen interno y externo que han provocado uno de los períodos de inflación más graves de los últimos años. Las tensiones entre la disponibilidad de recursos y la demanda de los mismos se reflejaron también en la balanza de pagos, al incrementarse extraordinariamente las importaciones y empeorar el déficit comercial; el aumento experimentado por las importaciones en términos reales tuvo, a su vez, el efecto de moderar aquellas tendencias y de suavizar el proceso inflacionista que con tan alarmantes efectos se hizo sentir a lo largo de 1973. A pesar de dicho déficit comercial, y a causa de los saldos resultantes de las transacciones de servicios y transferencias, así como de capital a largo plazo, tanto la balanza por cuenta corriente como la balanza básica arrojaron de nuevo saldos positivos importantes en 1973, consolidándose así la firme posición que el sector exterior ha mantenido en los últimos años.

El cuadro II-1, elaborado por el Servicio de Estudios del Banco de España a partir de las cifras definitivas de Contabilidad Nacional de 1971, de las cifras provisionales de 1972 y de los avances de algunas magnitudes suministrados por el I. N. E. para 1973, recoge la evolución de las grandes magnitudes económicas en los últimos tres años. De acuerdo con las estimaciones, el P. N. B. en pesetas constantes creció en 1973 en un 7,8 por 100, tasa ligeramente inferior al 8,1 por 100 de 1972, pero que supera a la tasa de expansión de cualquiera de los otros años desde 1967. En 1973, el sector agrario registró una tasa de expansión del 5,5 por 100, superior a la del año 1972; el sector servicios, creciendo al ritmo del 7,1 por 100, repitió prácticamente la tasa de 1972; mientras que disminuyó el crecimiento del sector secundario,

Evolución de las macromagnitudes

	Valores corrientes en 1973	Tasas de crecimiento anual					
		Reales			Precios		
	Miles de millones ptas.	1971	1972	1973	1971	1972	1973
1. Consumo privado	2.372,8	3,1	7,4	6,7	8,4	8,7	11,8
2. Consumo público	401,0	6,5	6,3	6,0	8,5	11,7	10,4
3. Formación bruta de capital	840,1	— 1,6	17,5	15,5	5,5	6,1	7,8
4. Demanda interior (1 a 3)	3.613,1	2,2	9,5	8,6	8,0	8,4	10,7
5. Exportaciones de bienes y servicios	613,8	14,4	11,9	12,6	6,2	5,9	10,5
6. Importaciones de bienes y servicios	663,5	0,7	20,6	17,2	6,3	3,5	10,5
7. Saldo neto exterior (5 — 6)	— 49,7						
8. Producto nacional bruto a precios de mercado (4+7)	3.564,2	4,5	8,1	7,8	7,8	8,9	10,7
9. Sector primario	426,0	7,9	2,4	5,5	5,6	11,3	11,0
10. Sector secundario	1.171,0	4,5	11,3	10,4	4,2	6,8	9,2
Industria	996,4		11,8	10,6		5,6	8,5
Construcción	174,6	— 1,2	5,7	9,0	8,1	4,5	13,5
11. Sector terciario	1.712,2	5,2	7,3	7,1	9,7	9,0	11,6
12. Producto interior bruto al coste de los factores (9 a 11)	3.309,2	4,3	8,0	8,0	8,7	8,6	10,7

pasando la tasa correspondiente de un 11,3 por 100, en 1972, a un 10,4 por 100, en 1973; este descenso infravalora, sin embargo, la desaceleración experimentada por el crecimiento del conjunto de la industria excluida la construcción, ya que en este último sector se produjo una aceleración desde un 5,7 por 100, en 1972, a un 9 por 100, en 1973. Desde el punto de vista de la demanda, la expansión en términos reales en 1973 fue ligeramente inferior a la de 1972; pero mientras se produjo un descenso en la demanda de origen interno que afectó a todos los componentes, las exportaciones aumentaron en 1973 a un ritmo superior al de 1972. La inversión fue el componente más dinámico de la demanda, seguida de las exportaciones de bienes y servicios. Donde las diferencias entre 1972 y 1973 se hacen acusadas es en la vertiente de los precios. En el cuadro II-1 pueden observarse que los deflatores de todas las magnitudes superaron en 1973 ampliamente los deflatores de 1972: el deflactor del P. N. B. fue del 10,7 por 100, en 1973, frente a un 8,9 por 100, en 1972, y el deflactor de la demanda interior pasó de un 8,4 por 100, en 1972, a un 10,7 por 100, en 1973. Estas comparaciones entre valores medios del año no muestran, sin embargo, con toda su intensidad, el empeoramiento del proceso inflacionista que se produjo a lo largo de 1973. En parte, como puede verse en el cuadro,

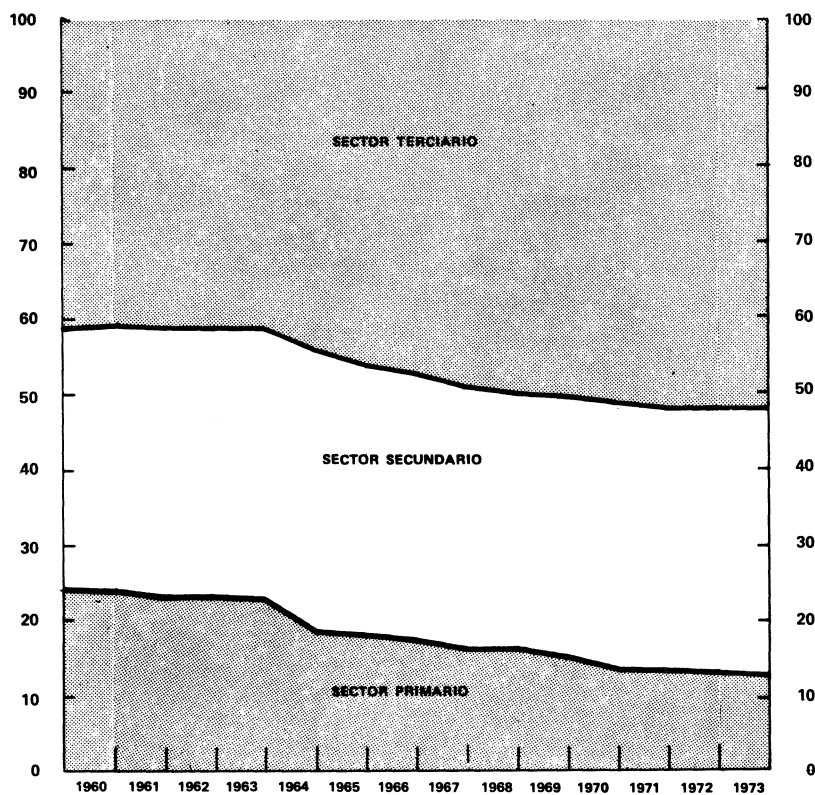
la inflación tuvo su origen en las alzas extraordinarias del precio de las importaciones, cuyo deflactor en 1973 fue del 10,5 por 100, frente al 3,5 por 100, en 1972. Considerando el primer impacto de las alzas de precios de las importaciones, éstas explicarían una tasa de inflación interior del 2 por 100; el efecto total es, sin duda, mayor, pero con todo, parece claro que una parte sustancial del proceso inflacionista en el año es atribuible a factores de origen interno. El saldo de los intercambios de bienes y servicios con el exterior fue, tanto en 1972 como en 1973, negativo, pero pasó de 19.100 millones, en aquel año, a 49.700 millones, en 1973, cantidades que respectivamente representan el 0,6 por 100 y el 1,4 por 100 del P. N. B. de cada año.

II. PRODUCCION Y EMPLEO

La evolución de la economía en 1973, desde el punto de vista de la producción y el empleo de factores productivos, fue muy favorable. La actividad de los sectores cuya evolución está dominada por consideraciones de demanda —primordialmente, el sector industrial y el sector

GRAFICO II-1

Composición del P. I. B. (a)



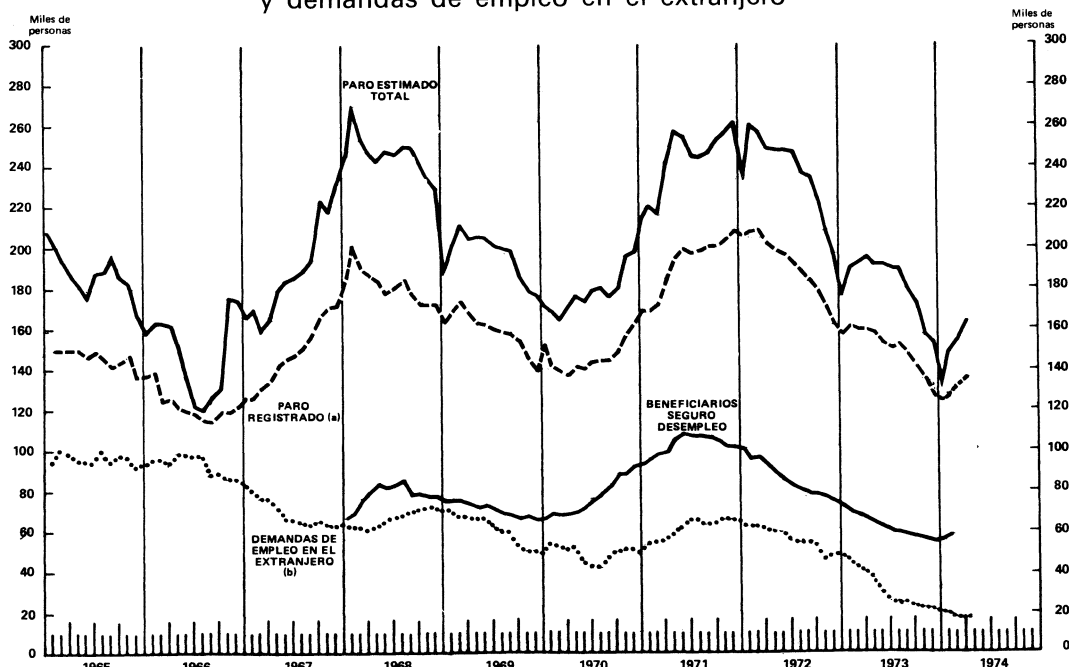
Fuente: Contabilidad Nacional.
(a). En pesetas corrientes de cada año.

servicios— fue extraordinaria y el ritmo de crecimiento bastante rápido, limitado únicamente por la creciente escasez de recursos disponibles que fue apareciendo en la economía a medida que transcurría el año y se prolongaba la fase de expansión. El sector agrícola, más desvinculado a corto plazo de la evolución de la demanda, arrojó unos resultados excelentes en cuanto al volumen de producción, siendo su ritmo de crecimiento uno de los más altos en los últimos años. A pesar de ello, el crecimiento del sector agrario fue menor que el obtenido en los sectores industrial y de servicios, continuando en 1973 la tendencia estructural que, desde principios de la década de los 60, apunta hacia una clara disminución de la participación del sector primario en el P. I. B. en favor del sector terciario (ver gráfico II-1). Resulta innecesario decir que, pese a que, en términos generales, la marcha de la economía fue muy satisfactoria, por lo que se refiere a nivel de actividad y ritmo de crecimiento, algunos sectores atravesaron un período de serias dificultades y que la inflación fue un rasgo predominante extensivo a todos los sectores.

El nivel de desempleo en 1973, después de una caída importante en 1972, iniciada tras varios meses de haber emprendido la economía su recuperación, experimentó una nueva reducción, que situó la cifra de paro en los niveles más bajos de los últimos siete años. Durante el primer semestre, los niveles de paro permanecieron estabilizados en la posición alcanzada en los

GRAFICO II-2

Paro estimado, paro registrado, beneficiarios del seguro de desempleo
y demandas de empleo en el extranjero ***



*** Series desestacionalizadas con datos originales desde enero de 1962 a septiembre de 1973 para el paro registrado, desde enero de 1963 a noviembre de 1973 para el paro estimado, desde enero de 1968 a septiembre de 1973 para beneficiarios del seguro de desempleo y desde enero de 1966 a abril de 1973 para la demanda de empleo en el extranjero.
(a). El paro registrado total es la suma de las series desestacionalizadas de sus componentes: agricultura, construcción, industria y servicios.
(b). Solicitudes pendientes a fin de cada mes de españoles que quieren trabajar en el extranjero.

meses finales de 1972, lo que hizo pensar que se había logrado el mínimo alcanzable, dado un paro friccional, sectorial y locacional inevitable. Sin embargo, a lo largo del segundo semestre se produjo un nuevo descenso, hasta situarse la cifra de paro estimado en 157.000 personas al finalizar el año, llegándose así a una posición en el desempleo más favorable que la lograda en la anterior fase de expansión de la economía. En ningún mes de 1973 la población desempleada superó el 1,5 por 100 de la población activa, suponiendo tan solo un 1,17 por 100 en el mes de diciembre. Esta favorable evolución del paro durante el año adquiere toda su significación, si se tiene en cuenta que, a lo largo del mismo, la corriente migratoria tendió a disminuir. Por una parte, las condiciones para la emigración a Europa empeoraron progresivamente a medida que la desaceleración de la economía en los principales países receptores se fue haciendo más acusada y menos favorables las expectativas, en los meses finales del año, entre otros motivos, por la crisis energética, surgieron restricciones más severas a la inmigración. Por otra parte, las condiciones existentes en el mercado de trabajo interior hicieron menos atractiva la salida al extranjero de los trabajadores. Las cifras disponibles son bastante significativas a este respecto. Las ofertas de empleo del extranjero recibidas por el Instituto Español de Emigración solo crecieron en un 3,8 por 100 en 1973 sobre 1972. En los tres primeros meses de 1974, el descenso ha sido del 24 por 100, con relación al mismo período del año anterior. La emigración asistida por el Instituto disminuyó en un 7,6 por 100 en 1973 sobre 1972 y las nuevas demandas de empleo en el extranjero por parte de españoles declinaron en un 18,7

GRAFICO II-3

Paro registrado en agricultura, construcción, industria y servicios

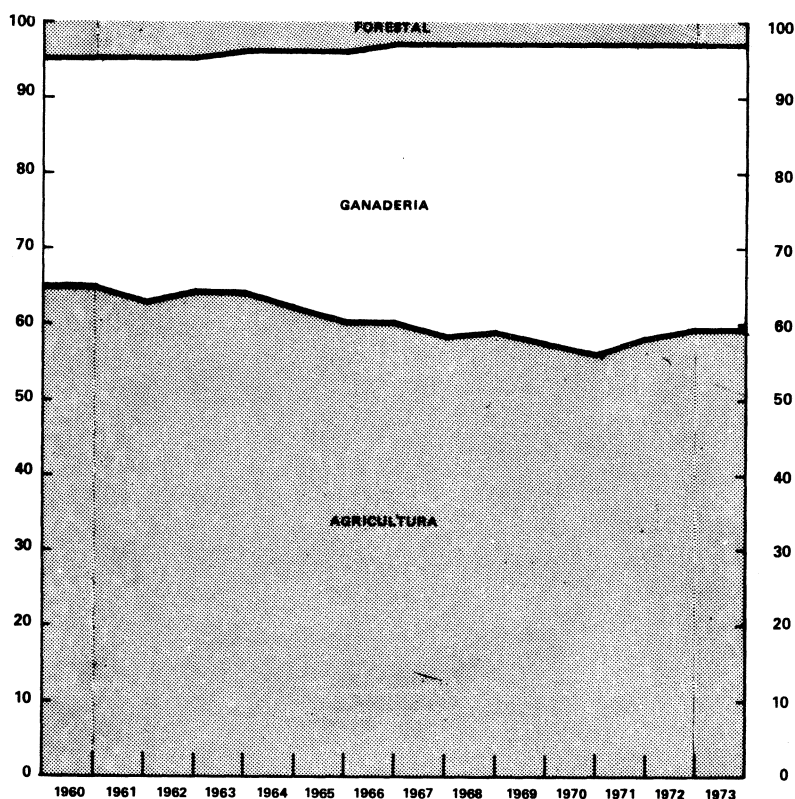


por 100 en 1973 sobre 1972, al pasar las peticiones de 98.000 a 79.000, y han disminuido en un 42 por 100 en los primeros tres meses de 1974, sobre el mismo período del año anterior. No se tiene información sobre los retornos de trabajadores, pero a juzgar por la evolución de las remesas de emigrantes en 1973, en la segunda parte del año debió de acentuarse su regreso. En el mismo sentido de matizar lo que los niveles de paro representan, cabe señalar que quizás haya comenzado a registrarse en la economía española, como ocurre en economías más avanzadas, el fenómeno de incrementos transitorios de la población activa cuando la situación del mercado de trabajo se torna muy favorable. Ello podría explicar parcialmente el aumento de población activa ocurrido en 1973, cuya tasa de crecimiento del 1,2 superó ligeramente la tasa de cualquiera de los cinco años anteriores. Por otra parte, las tensiones en el mercado de trabajo dieron una mayor movilidad a la mano de obra, tal como parece deducirse de la disminución registrada en la población activa del sector agrícola, cuyo decrecimiento fue del 2,56 por 100, en 1973, frente al 2,32 por 100, en 1972, y de las variaciones en la población activa del sector de la construcción, cuyo incremento fue en 1973 de un 3,39 por 100,

frente al aumento del 1,30 por 100 en 1972, y en la del sector servicios, que aumentó en 1973 en un 3,83 por 100, un punto porcentual más que en 1972.

GRAFICO II-4

Composición de la producción final agraria (a)



Fuente: Ministerio de Agricultura. Producto Neto de la agricultura española.
(a). En pesetas corrientes de cada año.

II.1. El sector agrario.

Después de un mal año agrario como 1972, en el que el débil crecimiento de la producción en este sector (2,4 por 100) impidió que la pujanza de la industria y los servicios se manifestasen plenamente en el crecimiento global del P. I. B., la incidencia del sector agrario sobre la oferta agregada fue mu-

cho más favorable en 1973, al alcanzarse un crecimiento del 5,5 por 100 del producto neto, en términos reales. El aumento conseguido en el producto agrario se debió fundamentalmente a los excelentes resultados obtenidos en la producción de carne y a las buenas cosechas e importantes aumentos de rendimientos logrados en algunos productos como el arroz, aceite de girasol, remolacha azucarera, algunas frutas y, sobre todo, vino nuevo. El satisfactorio balance de la actividad ganádera durante el año reviste especial significación, puesto que contribuye a acentuar la tendencia estructural al aumento de la contribución ganadera a la producción final agraria; tendencia que posiblemente se manifiesta demasiado lenta o cuantitativamente insuficiente respecto de los profundos cambios experimentados por la demanda, pero que, en términos reales, operó en la dirección correcta en 1973. El gráfico II-4 no recoge, sin embargo, esta favorable evolución, dado que los precios ganaderos experimentaron durante el año alza menores que los del resto del sector agrario.

En cuanto a la incidencia coyuntural del sector agrario sobre el proceso inflacionista sufrido por la economía a lo largo de 1973, el crecimiento del 11,8 por 100 del deflactor implícito del sector, frente al 8,7 por 100 en 1972 y el 10,7 por 100 del deflactor general del P. I. B., así como el aumento del 13 por 100 en el índice general de precios percibidos por los agricultores, frente al 10 por 100 en 1972, puede dar idea de que dicha incidencia fue importante. El cuadro II-2 indica que el subsector agrícola ha sido el principal responsable de las alzas de precios del sector, con un 17 por 100 de

incremento conjunto en los mismos, mientras que el comportamiento del subsector ganadero ha sido mucho más moderado, con solo un alza del 7 por 100; dentro del subsector agrícola, todos los productos, a excepción de las leguminosas de alimentación humana, han experimentado incrementos importantes de precios, destacando los experimentados por el vino y el aceite. La importante contribución del sector agrario a la inflación puede explicarse por la concurrencia de una fuerte demanda interna de productos agrarios, coherente con la tónica expansiva general de la economía durante el año, junto con una oferta disminuida por los considerables aumentos de las exportaciones, estimuladas por una demanda exterior y unos precios internacionales muy atractivos. El efecto moderador que sobre los precios podían haber tenido las importaciones, que en términos monetarios aumentaron

CUADRO II-2

Indice de precios percibidos
por los agricultores

Tasas anuales de crecimiento

Clase de índice	1972 s/1971	1973 s/1972
Indice general	10	13
Ganado y productos ganaderos	11	7
Productos ganaderos	2	12
Ganado para abasto	16	4
Productos agrícolas	9	17
Productos agrícolas de alimentación humana	10	16
Cereales	5	7
Leguminosas	23	— 2
Patatas	17	21
Hortalizas	9	17
Fruta	—	12
Vino	45	31
Aceite	16	17
Piensos	— 2	13
Cereales	— 3	10
Leguminosas	3	25

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

Comercio exterior agrario

Tasas anuales de crecimiento

	IMPORTACIONES			EXPORTACIONES		
	1973	1973 s/1972		1973	1973 s/1972	
	Mill. pts.	Cantidad	Valor	Mill. pts.	Cantidad	Valor
1. Animales vivos.	1.263	30	42	222	17	10
2. Carnes	8.800	— 27	— 10	1.008	4	30
3. Pescados, crustáceos y moluscos.	5.238	11	20	6.699	— 20	1
4. Leche y productos lácteos.	2.739	— 10	— 9	651	— 22	24
5. Legumbres, plantas, raíces y tubérculos alimenticios	2.539	— 35	— 4	6.447	2	3
6. Frutos comestibles.	890	— 5	26	24.941	16	20
7. Café, mate, té y especias	6.615	— 6	3	1.251	31	25
8. Cereales.	17.364	15	68	1.787	99	133
9. Semillas y frutos oleaginosos.	13.572	— 40	— 8	635	19	17
10. Grasas y aceites (animales y vegetales).	3.287	— 14	14	12.232	66	123
11. Preparados de carnes, pescados, crustáceos y moluscos	871	3	16	3.152	— 5	3
12. Azúcares y artículos de confitería	1.565	— 2	— 18	1.022	155	74
13. Cacao y sus preparados	2.199	— 7	20	354	46	86
14. Preparados de legumbres, hortalizas y frutas	857	— 1	11	13.618	8	24
15. Bebidas	3.607	140	108	12.605	6	45
16. Alimentos preparados para animales	17.994	221	580	739	13	30
17. Tabaco	6.160	— 3	5	368	38	20

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

considerablemente en el año, se vio reducido por las excepcionales elevaciones experimentadas por los precios de la mayoría de los productos agrarios en los mercados internacio-

CUADRO II-4

Censos ganaderos

Tasa de variación sobre el censo anterior

Número de cabezas

Años	Vacuno	Lanar	Caprino	Porcino
1965 (marzo)	2	— 10	3	— 33
1965 (sept.)	0,4	— 16	— 35	23
1970 (marzo)	16	10	17	40
1970 (sept.)	0	— 10	— 1	10
1971 (marzo)	— 1	8	3	— 10
1971 (sept.)	— 2	— 10	— 7	7
1972 (marzo)	2	7	3	— 3
1972 (sept.)	0	— 11	— 6	12
1973 (marzo)	6	8	4	5
1973 (sept.)	6	— 6	— 3	8

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

nales, de forma que aun cuando, en términos monetarios, las importaciones crecieron, en 1973 sobre 1972, en un 33,7 por 100 y las exportaciones lo hicieron en un 29,2 por 100, la observación del cuadro II-3 indica que, en términos reales, los aumentos de cantidades importadas son menores, en general, que los de las cantidades exportadas. El análisis que sigue por grupos concretos de productos servirá para ilustrar la anterior interpretación de la incidencia inflacionista que el sector agrario ha tenido en 1973.

La ganadería se comportó expansivamente en 1973, en cuanto a la producción de carne, que aumentó en tonelaje un 17 por

100 respecto de 1972, contribuyendo al proceso de reestructuración de la oferta en el sentido requerido por la evolución que la demanda ha experimentado en los últimos años (ver cuadro II-4). El cuadro II-4 muestra que los dos censos ganaderos realizados en 1973 recogen aumentos importantes de la cabaña en las dos especies más importantes para la producción de carne: el ganado vacuno, cuyo número de cabezas había permanecido prácticamente invariable desde 1970, experimentó un aumento del 6 por 100 en el censo de marzo de 1973, respecto de septiembre de 1972 y, de nuevo, del 6 por 100 en el de septiembre sobre marzo de 1973, mientras que el número de cabezas de porcino registra incrementos importantes en los tres últimos censos. Considerando directamente la producción de carne, puede verse en el cuadro II-5 que el aumento conseguido en 1973 respecto de 1972 se debió fundamentalmente a los aumentos experimentados tanto en el número de sacrificios como en el peso-canal del ganado porcino y vacuno. Este incremento de la producción de carne permitió tanto una relativa estabilidad de los precios percibidos por los ganaderos (que crecieron en un 4 por 100, frente al alza del 13 por 100 en el índice general de precios percibidos) como una disminución del 27 por 100 en el volumen de carne importada en 1973, respecto del correspondiente a 1972 (ver cuadro II-3), dándose así un paso hacia un mejor equilibrio de la oferta interior y la demanda; en relación con la producción de carne, 1973 fue, pues, un buen año ganadero, en el que, sin embargo, la rentabilidad de las explotaciones se vio amenazada por la fuerte evolución alcista de los precios de los piensos. Otros productos ganaderos han tenido un año más problemático, tanto desde el punto de vista de la producción como del de los costes; en primer lugar, se han producido excedentes de leche y mantequilla y queso que han obligado al FORPPA a intervenir y almacenarlos, y, en segundo lugar, las fuertes alzas registradas en los precios de los piensos compuestos han creado problemas en el sector avícola, viéndose obligado el FORPPA tanto a garantizar el suministro de harina de soja de importación a un precio menor que el del mercado como a almacenar huevos y pollos.

CUADRO II-5

Producción de carne

Porcentaje de variación sobre el año anterior

CLASE DE GANADO	RESES SACRIFICADAS		PESO CANAL	
	1972/1971	1973/1972	1972/1971	1973/1972
Vacuno.....	— 14	15	— 7	23
Ovino.....	—	1	2	4
Caprino.....	— 10	20	— 10	14
Porcino.....	— 4	30	— 3	28
Equino.....	3	— 14	10	— 14
Aves.....	4	5	4	5
Conejos.....	3	3	9	6
TOTAL.....	—	—	— 1	17

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

La cosecha de **cereales** fue buena en 1973 en los casos del arroz y el maíz, que presentan aumentos considerables de la productividad según puede verse en el cuadro II-6, mientras que condiciones climatológicas adversas en época cercana a la recolección redujeron considera-

Producciones agrícolas CUADRO II-6
Tasas anuales de crecimiento

CULTIVOS	SUPERFICIE		PRODUCCION	
	1972/1971	1973/1972	1972/1971	1973/1972
CEREALES:				
Trigo.....	— 2	— 12	— 16	— 14
Cebada.....	6	9	— 9	1
Arroz.....	— 3	3	— 4	11
Maíz.....	— 2	1	— 6	7
Otros (centeno, avena, sorgo).....	— 1	—	— 14	11
LEGUMINOSAS:				
Judías secas.....	1	—	4	1
Garbanzos.....	14	3	27	— 1
Habas secas.....	4	— 3	— 2	— 11
Otros.....	— 6	— 3	4	— 5
OLEAGINOSAS:				
Aceite de oliva.....	— 5	—	29	— 5
Aceite de girasol.....	15	37	9	23
PLANTAS INDUSTRIALES:				
Algodón bruto.....	56	— 2	43	7
Remolacha azucarera.....	4	1	— 15	11
HORTALIZAS:				
Cebolla.....	9	—	3	—
Coles.....	— 4	—	— 8	— 6
Melón.....	— 3	5	12	2
Tomate.....	3	—	5	— 1
FRUTAS:				
Almendra cáscara.....	—	—	66	— 29
Manzana.....	—	—	19	22
Pera.....	—	—	6	— 6
Plátano.....	—	—	— 11	21
Naranja.....	— 5	—	20	— 14
Mandarina.....	29	—	55	— 3
VINO NUEVO (miles de HI).....	— 8	—	9	50
PATATA.....	2	1	8	— 3

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

blemente las cosechas esperadas de trigo y cebada. La demanda interna de cereales-pienso (cebaza y maíz) fue muy fuerte en 1973, tanto por el aumento antes reseñado de la cabaña como por haber sido este un mal año para las leguminosas-pienso y los pastizales. Por otra parte, la demanda exterior presionó también fuertemente, debido a las malas cosechas obtenidas en los principales países cerealistas del mundo, con lo que los precios de dichos productos experimentaron fuertes elevaciones en los mercados mundiales y constituyeron un potente

estímulo a la exportación. A pesar de las limitaciones impuestas a la exportación en la segunda parte del año, de que luego se hablará, en 1973 la exportación de cereales aumento en un 100 por 100 en cantidad y un 133 por 100 en valor sobre 1972. No es de extrañar que esta presión de la demanda interior, en el caso de algunos cereales, y de la demanda exterior, en el caso de otros, generase aumentos apreciables en los precios percibidos por los agricultores —que se cifran (cuadro II-2) en cerca del 7 por 100 para los cereales de alimentación humana; del 25, para las leguminosas-pienso, y del 10 por 100, para los cereales-pienso—, sin que las considerables importaciones de productos para la alimentación animal efectuadas durante el año consiguiesen moderar apreciablemente las alzas de precios de estos productos, debido fundamentalmente a los altos precios alcanzados por los mismos en los mercados mundiales (1). Con objeto de combatir las alzas de precios reseñadas, mejorando las condiciones de abastecimiento interno, y como parte de la política anti-inflacionista emprendida por el Gobierno en la segunda mitad del año, se adoptaron diversas disposiciones encaminadas a la contención de los precios cerealistas, como son la imposición de restricciones a la exportación de trigo y arroz y la elevación de los precios de garantía de diversos cereales-pienso, con objeto de estimular aumentos de la superficie sembrada de los mismos en las próximas campañas (2).

En cuanto a los **agrios**, la cosecha correspondiente a la campaña 1972-73 fue muy buena para la naranja, tanto en cantidad (se recogió un 20 por 100 más en tonelaje que en la campaña anterior) como en calidad, lo que permitió una buena campaña exportadora; por otra parte, en algunos de los principales países competidores, los resultados de dicha campaña se vieron muy desfavorablemente afectados por las heladas que sufrieron, y estas dos circunstancias permitieron aumentos espectaculares de la exportación de estos productos a precios satisfactorios en 1973. La cosecha de naranja correspondiente a la campaña 1973-74 se ha situado a niveles más normales y ha sido menor en un 14 por 100 que la excepcional cosecha anterior; además, la campaña ha sido muy buena para los demás países exportadores de agrios, por lo que la FAO preveía a final de año un exceso de oferta de estos productos en los mercados mundiales en 1974 y aconsejaba que los principales países exportadores se pusiesen de acuerdo para regular su oferta conjunta. Los resultados no han sido, pues, tan favorables en la última campaña.

La cosecha **vinícola** fue excepcional en 1973, con un aumento en la producción de vino nuevo de un 50 por 100 respecto de 1972, después del aumento del 10 por 100 en ese año sobre 1971. Sin embargo, el fenómeno que más llama la atención en el sector vinícola es la evolución registrada en los precios percibidos por los agricultores, con incrementos del 31 por 100, en

- (1) Las importaciones de cereales y leguminosas para pienso aumentaron en 1973 respecto de 1972 en un 216 por 100 en cantidad y en un 576 por 100 en valor.
- (2) El Consejo de Ministros de 17 de agosto de 1973 fijó los precios de garantía a la producción de los principales cereales-pienso para la campaña 1974-75, precios que suponen, respecto a los vigentes en la campaña 1973-74, unos aumentos aproximados del 16 por 100 para la cebada, 16 por 100 para la avena, 12 por 100 para el centeno, 22 por 100 para el maíz y 24 por 100 para el sorgo.

1973 sobre 1972, y del 45 por 100, en 1972 sobre 1971. Estas elevaciones excepcionales en las cotizaciones, que han desbordado ampliamente el sistema de precios regulados y de intervención (1), pueden atribuirse a la convergencia de varios factores. En primer lugar, las malas cosechas obtenidas en los años 70 y 71 acumularon demanda sobre la cosecha del 72; por otra parte, la demanda, tanto interior como exterior, de vino embotellado se mostró pujante en los últimos años, forzando unas alzas de precios que hicieron muy atractivas las exportaciones y obligando a la demanda interna a competir por la producción existente (2); por último, parece que el crecimiento de la demanda interna y externa y las buenas perspectivas que se augura a las explotaciones vinícolas generaron una cierta actividad especulativa, con frecuentes compra-ventas de bodegas por parte de compañías nacionales y extranjeras, durante 1972 y 1973, actividad que habrá contribuido también a sostener las alzas de precios registradas, aunque es de suponer que la excepcional cosecha conseguida en 1973 contribuirá a moderar las alzas de precios del sector en el futuro.

En cuanto al **olivar**, la cosecha de aceituna, que fue excepcional en 1972 y permitió un aumento del 30 por 100 en la producción de aceite respecto de 1971, coincidió con una deficiente cosecha mundial y especialmente con una campaña olivarera desastrosa en nuestro competidor más importante en los mercados internacionales (la producción de aceite en Italia en 1972 fue aproximadamente un 50 por 100 de la de 1971). Las buenas perspectivas exportadoras que estas circunstancias auguraban se concretaron en las alzas que experimentó el precio internacional del aceite hacia la mitad del año, las cuales impulsaron importantes aumentos de las exportaciones de este producto durante los meses de verano, en los que se produjo el grueso de las ventas al exterior realizadas durante 1973, y cuyo aumento para el conjunto del año respecto de 1972 fue del 65 por 100 en cantidad y del 123 por 100 en valor. Este aumento espectacular de las exportaciones de aceite creó problemas de abastecimiento interno de claros efectos inflacionistas (el precio percibido por los agricultores por el aceite a granel creció en un 17,6 por 100, entre septiembre de 1973 y septiembre de 1972, y en un 34,2 por 100, en octubre de 1973 sobre el mismo mes del año anterior), sin que los importantes aumentos de superficie cultivada y producción, ya que no de productividad, de su principal sustitutivo, el aceite de girasol, sirviesen para evitarlos. Con objeto de combatir estos efectos inflacionistas, en el Consejo de Ministros del día 5 de octubre se acordó suspender las exportaciones de aceite de oliva

- (1) Los precios regulados vigentes para el vino a lo largo de 1972 fueron: precio de garantía al productor, entre 42 y 45 pts/Hgdo. (pesetas por hectolitro y grado); precio indicativo, 58 pts/Hgdo., hasta agosto, y 65 pts/Hgdo., de septiembre a diciembre; precio superior de intervención o protección al consumidor, 65 pts/Hgdo., hasta agosto, y 80 pts/Hgdo., de septiembre a diciembre. El precio medio percibido por el agricultor para el vino tinto común en 1973 fue de 94,5 pts/Hgdo.
- (2) Las cifras de aumentos de exportaciones en cantidad y valor registradas en los últimos años pueden dar idea de la importancia de esta influencia externa sobre los precios percibidos por este producto: en 1970, el crecimiento fue del 26 por 100 en cantidad y del 20 por 100 en valor; en 1971, del 10 y 15 por 100, respectivamente; en 1972, del 3 y 37 por 100, y en 1973, del 3 y 48 por 100.

a granel y establecer un precio máximo de venta al público a partir del 1 de noviembre (1). Estas disposiciones no impidieron, sin embargo, que el precio percibido por los agricultores subiese en un 17 por 100 para el conjunto del año. La cosecha en 1973 fue aceptable, solo inferior en un 5 por 100 a la de 1972, pero insuficiente para atender el abastecimiento interno y unas exportaciones en 1974 de cuantía aproximada a las realizadas en 1973; por ello, y dando prioridad al abastecimiento interno, las autoridades económicas han fijado un tope máximo al tonelaje que podrá exportarse durante 1974.

El sector **azucarero** presentó en 1973 un problema de desajuste oferta-demanda, por insuficiencia de la producción obtenida para abastecer las necesidades de consumo. La excelente cosecha de remolacha conseguida en la campaña 1971-72 hizo pensar que nos acercábamos decididamente al autoabastecimiento de este producto; en 1973 dicha cosecha ha aumentado en un 11 por 100 sobre la de 1972, pero la producción resultó claramente insuficiente respecto de las necesidades (las importaciones de azúcar, que fueron solo de 75.000 toneladas en 1971, ascendieron a 112.000 y 116.000 toneladas en 1972 y 1973, respectivamente). Existe una cierta tensión entre la Administración y los cultivadores de remolacha, quejándose éstos de que los precios de garantía vigentes en los últimos años no permiten a las explotaciones una rentabilidad suficiente para que el abastecimiento interno quede asegurado. Los argumentos de los cultivadores serían aceptables, si el objetivo a lograr fuese la autosuficiencia nacional de este producto; pero puede ponerse en tela de juicio este objetivo cuando existe la posibilidad de completar la oferta interior con importaciones realizadas a buen precio. Esta última parecía ser la postura adoptada por la Administración en años pasados, en los que permitió elevaciones relativamente modestas del precio de garantía de la remolacha, aunque la considerable elevación del mismo acordada para la campaña 1974-75 hace pensar en un cambio de política al respecto (2).

En conclusión, se pueden señalar como aspectos favorables de la evolución del sector agrario en 1973 su satisfactoria contribución al P. I. B. total y la creciente participación del sector ganadero a la producción final agraria. Como aspecto desfavorable fundamental hay que señalar la destacada aportación de este sector al peligroso proceso inflacionista que viene experimentando la economía. Las tensiones inflacionistas con origen en el sector agrario parecen, sin embargo, haberse debido en 1973 más a la fuerte presión de la demanda exterior de los productos de este sector, que se añadía a una demanda interna de los mismos también conside-

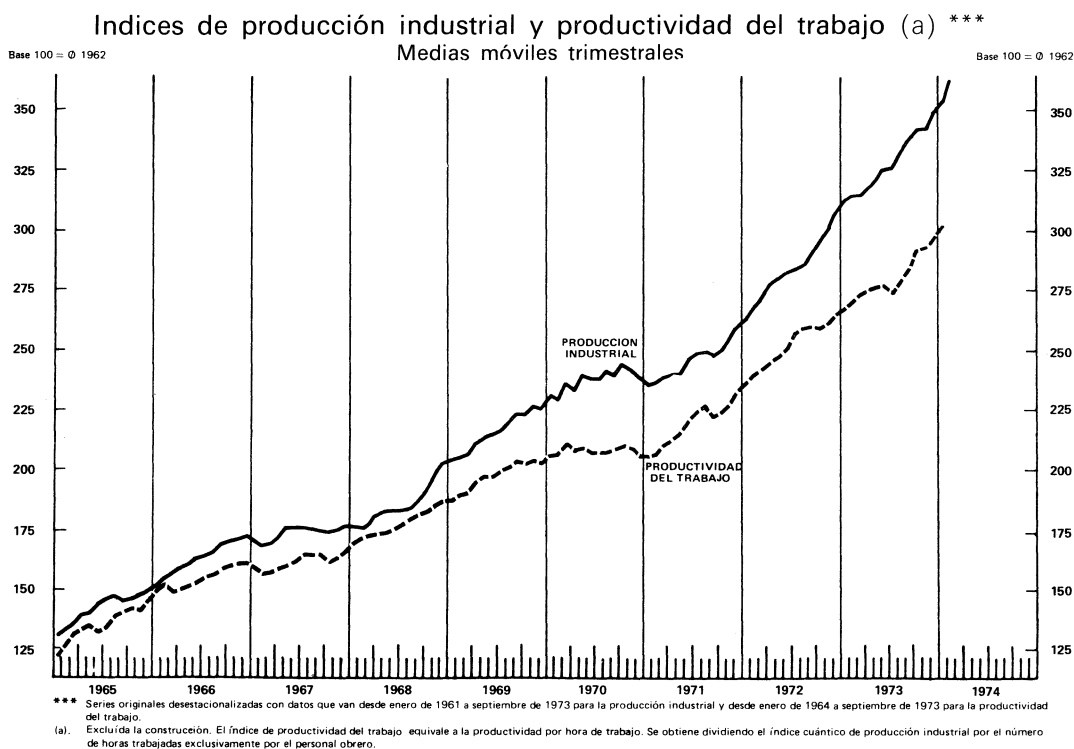
- (1) El precio fijado fue de 62 pesetas por litro, para el aceite de mejor calidad, y 57 pesetas por litro, para el aceite a granel. Esta disposición colocaba el precio máximo de venta al público del aceite envasado por debajo del precio percibido por los productores en el mes de octubre, que fue de 64 pesetas por litro.
- (2) Los precios de garantía vigentes para la remolacha en las últimas campañas han sido los siguientes: 1969-70, 1.440 pesetas por tonelada; 1971-72, 1.440 pesetas por tonelada; 1972-73, 1.560 pesetas por tonelada; 1973-74, 1.605 pesetas por tonelada, y 1974-75, 1.950 pesetas por tonelada, es decir, para la última campaña el precio de garantía se ha elevado en un 21 por 100.

rable, que a los desajustes oferta-demanda característicos en el pasado —aun cuando este tipo de desajustes se produjera también este año, especialmente en los casos de los cereales-pienso y leguminosas-pienso, sin que se haya avanzado significativamente en su corrección—.

II.2. El sector industrial.

El ritmo de crecimiento de la producción industrial en 1973 fue uno de los más altos registrados en los últimos años, lo que, unido a la expansión ya experimentada en 1972, da idea del alto nivel de actividad en que se desenvolvió la industria durante el año. A lo largo del mismo, el ritmo de expansión se mantuvo vivo; no obstante, su intensidad fue bastante irregular, pudiéndose señalar una tendencia hacia la desaceleración en el segundo semestre de 1973, que no se ha visto confirmada en los primeros meses de 1974. El crecimiento de la media del índice de producción industrial fue en 1973 de un 14,9 por 100 sobre 1972, tasa bastante próxima al 17,1 por 100 de crecimiento de ese último año sobre 1971; pero mientras en 1972 el incremento del índice a lo largo del mismo fue del 16,7 por 100, entre diciembre de 1973 y diciembre de 1972 el crecimiento fue del 10,7 por 100. Considerando la evolución semestral, el ritmo de expansión anual de la media del índice en el primer semestre de 1973 fue del 17 por 100, frente al 11,7 por 100 de la segunda mitad, ambas tasas calculadas sobre la media del semestre anterior; el crecimiento anual del índice entre junio de 1973 y diciembre de 1972 fue

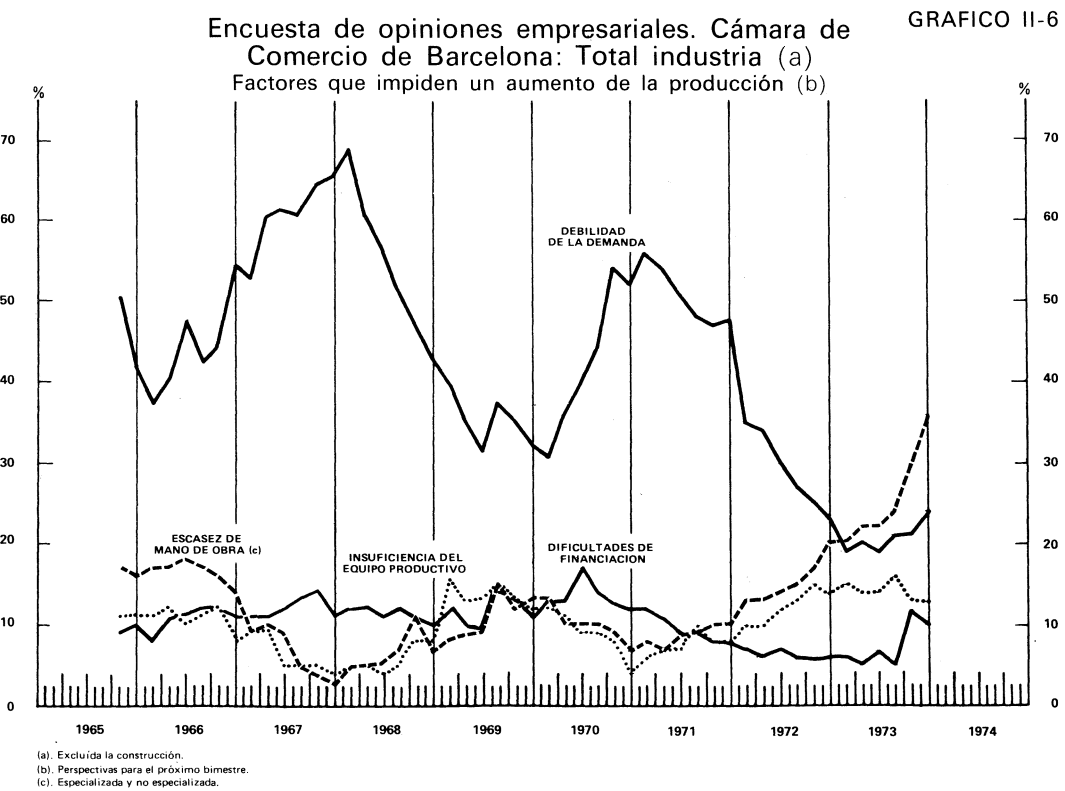
GRAFICO II-5



del 12,7 por 100, y de un 8 por 100, entre junio y diciembre de aquel año. Otros indicadores de la actividad industrial corroboran el perfil que presenta el índice de producción.

La evolución del sector durante 1973 parece lógica, si se tiene en cuenta la duración y la intensidad de la expansión industrial. Las dificultades de aprovisionamiento de materias primas, el estrangulamiento en la oferta de algunos productos intermedios, el agotamiento de la mano de obra subempleada y la alta utilización del capital productivo hicieron cada vez más difícil sostener el ritmo de crecimiento de la producción. Por el contrario, hasta los últimos meses del año no cabe mencionar un debilitamiento de la demanda como una de las razones de la desaceleración de la actividad industrial.

La disponibilidad de recursos humanos fue un factor limitativo importante del crecimiento de la producción industrial más que en cualquiera de los otros sectores. El paro del sector experimentó una caída importante, aunque no tan acusada como en la construcción (ver gráfico II-3), y el porcentaje respecto de la población activa de la industria se situó ligeramente por encima de la media general. No obstante, la alta especialización que algunos sectores requieren, la cualificación exigida en muchos puestos de trabajo y las restricciones que impone la localización de los centros industriales hicieron más aguda la escasez de mano de obra en el sector, aun cuando, en términos generales, las condiciones fuesen las mismas que para el resto de la economía. Esta situación de escasez de mano de obra quedó bien reflejada en las

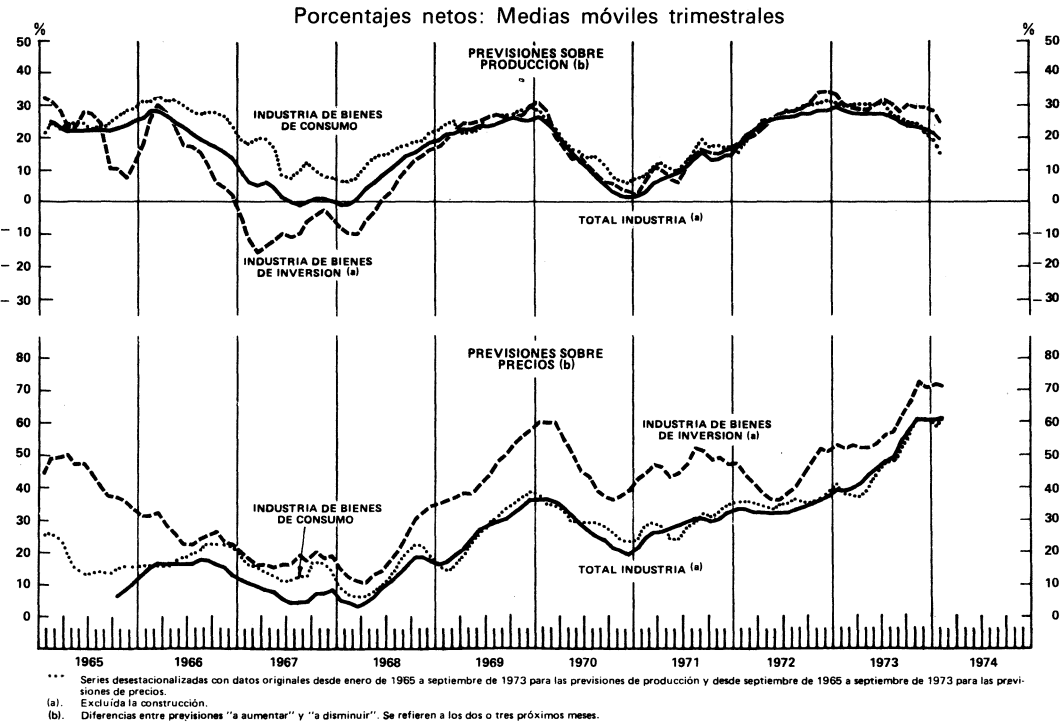


encuestas de opiniones empresariales: en las realizadas por el Ministerio de Industria sobre factores de infrautilización del capital productivo, la falta de mano de obra cobró en 1973 una importancia desconocida desde 1966. También las dificultades de abastecimiento de materias primas actuaron como un factor limitativo importante, mientras que el resto de los factores, primordialmente el motivo de debilidad de la demanda, decrecieron en su incidencia. El gráfico II-6, elaborado a partir de las encuestas sobre factores que impiden un aumento de la producción en la región catalana, muestra unos resultados idénticos y bastante significativos. Por otra parte, como medida de las tensiones en el mercado de trabajo, cabe destacar también el incremento del 11,1 por 100 experimentado por las horas extraordinarias en 1973, con relación a 1972; en este año el crecimiento sobre 1971 fue del 6,5 por 100.

Las encuestas de opiniones empresariales han reflejado en todo momento la favorable situación atravesada en lo que a producción se refiere (ver gráfico II-7). Los niveles sobre previsiones de la producción se situaron a lo largo del año en cotas bastante elevadas en todas las agrupaciones que la encuesta considera, aunque fue inevitable que las tensiones crecientes del sector industrial hiciesen su aparición en forma de suave deterioro de las expectativas. En el mismo gráfico se recogen también las expectativas de los empresarios sobre los precios, notoria y aceleradamente alcistas.

GRAFICO II-7

Opiniones empresariales: Previsiones sobre producción y precios ***



En el cuadro II-7 se recogen las tasas de variación del índice de producción industrial en los últimos años, descompuesto por ramas de actividad. El ritmo de crecimiento del 15 por 100 del índice general en 1973 oculta comportamientos muy dispares por sectores: desde crecimientos del 24,6 por 100 en alimentación, bebidas y tabaco, del 21,4 por 100 en transformados metálicos y del 19 por 100 en metálicas básicas, a disminuciones del 7,6 por 100 en las industrias extractivas y del 2,5 por 100 en el vestido y calzado. Las líneas generales de la evolución del sector industrial en los últimos años se mantuvieron fundamentalmente en 1973; es decir, los sectores más dinámicos continuaron su expansión rápida, mientras que los sectores que más problemas han presentado en el pasado, por razones de estructura productiva y cambios de la demanda, como son el sector de extractivas y la industria textil, continuaron mostrándose lentos en su avance. Sin embargo, el año 1973 fue un período de tensiones y dificultades a nivel nacional e internacional, tanto en el suministro y disponibilidades de materias primas y productos semielaborados como en el de los precios, lo que afectó de distinta forma y con diferente intensidad a cada uno de los sectores. Y así, un sector como el químico, por ejemplo, uno de los más pujantes en los últimos años, no consiguió unos resultados particularmente brillantes en 1973, y un sector como el del calzado (1), tras varios años de excelente expansión en la producción y en las exportaciones, vio cortada su trayectoria.

CUADRO II-7

Índice de producción industrial por ramas de actividad

Tasas anuales de crecimiento

	1970/1969	1971/1970	1972/1971	1973/1972
Industria (sin construcción)	8,4	5,0	16,0	15,0
Extractivas	— 3,2	5,1	0,7	— 7,6
Electricidad, agua y gas	8,3	9,8	10,2	11,1
Manufactureras	8,8	4,6	17,0	12,8
Alimentación, bebidas y tabaco	7,8	7,9	3,1	24,6
Textiles, excepto vestido	4,1	0,9	4,4	1,1
Vestido y calzado	— 2,3	26,8	— 9,8	— 2,5
Metálicas básicas	12,2	0,1	27,1	19,0
Transformados metálicos	8,8	— 1,5	27,5	21,4
Químicas	4,7	18,8	16,1	8,3
Otras manufactureras	14,3	4,5	16,9	11,5

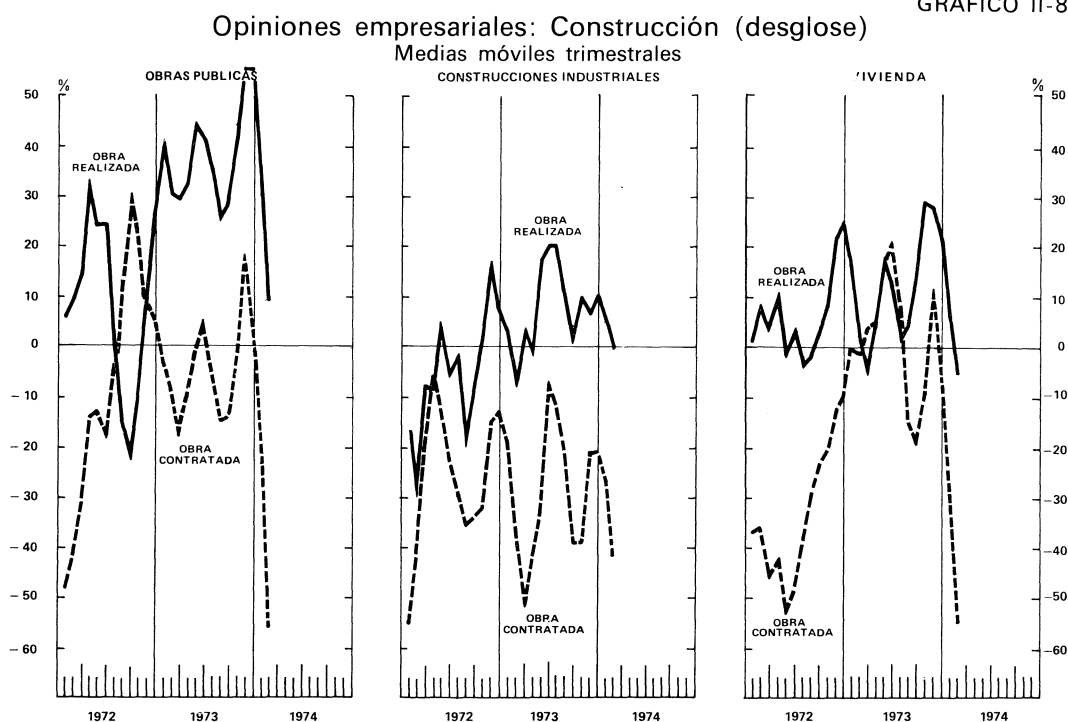
II.3. El sector de la construcción.

El sector de la construcción atravesó en 1973 un período excelente, en cuanto al nivel de actividad, aunque no dejaron de plantearse problemas en el transcurso del año, desde escaseces de materiales y elevaciones muy acusadas en sus precios hasta falta de mano de obra y una

(1) Más adelante, en el análisis de las exportaciones, se comentarán más ampliamente las dificultades por las que atravesó el sector.

caída en la contratación que tendrá sus repercusiones en 1974 y 1975. Todos los indicadores muestra inequívocamente el fuerte ritmo de crecimiento experimentado por la construcción. Las cifras de desempleo en el sector descendieron, entre diciembre de 1972 y diciembre de 1973, en 22.000 personas, después de una caída de 25.000 durante 1972, alcanzando la cifra más baja de paro en los últimos años (ver gráfico II-3). Y a pesar de lo fácilmente que el sector asimila la mano de obra, por cuanto que en general su cualificación no es alta, hubo crecientes dificultades a lo largo del año para cubrir los puestos vacantes u ofrecidos. El consumo de cemento creció en el año 1973 en un 13,8 por 100 sobre 1972, el índice de inversión aparente de edificación y construcción arroja para la media del año un crecimiento del 20,2 por 100 y, en general, las opiniones empresariales sobre la obra ejecutada mostraron unos resultados muy positivos. Contrasta con la evolución de la construcción en 1972, y constituye un rasgo bastante destacado de la evolución en 1973, el impulso mantenido por el subsector vivienda, en relación

GRAFICO II-8



con la obra civil. Las viviendas de protección oficial en construcción, que desde finales de 1969 estuvieron estancadas en el nivel de 400.000 unidades, iniciaron a partir de enero de 1973 un alza continua, situándose al final del año en 443.000 unidades. A juzgar por la información fragmentaria disponible, las viviendas de construcción libre evolucionaron también favorablemente.

El aspecto más negativo de la evolución del sector de la construcción en 1973 fue la extraordinaria subida de precios sufrida por los materiales y la mano de obra, que hicieron incre-

mentar considerablemente los precios finales de la producción (1). En parte, las subidas de los precios de los materiales estuvo promovida por la demanda pujante que existió para ellos; en parte se debió también a una infraestructura de base, que se manifestó insuficiente ante el dinamismo del sector, y, finalmente, las alzas de precios no son sino un aspecto más de la inflación generalizada que soportó la economía. Las consecuencias de esta inflación se han dejado sentir con especial intensidad y relevancia en el sector de la construcción, que, como ocurre con otros sectores de la producción en los cuales la obtención del producto final requiere un largo período de ejecución y en los que, generalmente, la contratación es previa, el crecimiento de los precios tiende a deprimir las expectativas, ya que los contratos no recogen adecuadamente las alzas esperadas de precios. Así, en la evolución del sector de la construcción durante 1973 ocurrió que mientras el nivel de actividad fue en todo momento elevado, como consecuencia de la favorable evolución de la contratación pública y privada en los años anteriores, fueron apareciendo problemas de rentabilidad para las empresas y la contratación se fue deprimiendo a lo largo del año, porque las licitaciones quedaron descubiertas. No es extraño, por tanto, que el subsector vivienda, donde los constructores, en muchos casos, son asimismo los promotores, en el que es más fácil repercutir las elevaciones de costes y el período de ejecución de obra es normalmente más breve que en otro tipo de construcciones, haya tendido a mejorar a medida que transcurría el año, mientras que la actividad en la construcción de obras públicas y obra industrial se desaceleraba. Ni tampoco es extraño que los contratos de obra de plazo igual e inferior a un año hayan crecido en perjuicio de los de plazo superior, así como que la contratación privada haya evolucionado más favorablemente que la contratación pública, en la cual las decisiones sobre revisión de precios se toman unilateralmente por la Administración.

III. EVOLUCION DE LA DEMANDA

El dinamismo de la demanda global fue uno de los rasgos más destacados de la evolución de la economía a lo largo de 1973. En los primeros meses del año, a causa de las limitaciones impuestas al crecimiento por la disponibilidad de recursos, la presión sobre los mismos condujo a una situación de exceso de demanda que se tradujo, en parte, en un aumento de las carteras de pedidos, en parte, en una desacumulación de existencias, y, en parte, en alzas de precios. Solo en los últimos meses del año pudo apreciarse un debilitamiento relativo de la demanda que, si bien no trascendió apreciablemente a la actividad productiva, sirvió para aliviar la excesiva presión registrada durante la primera mitad del año. El factor más importante de la demanda interna fue la inversión, cuya tasa de crecimiento, en términos reales, superó en 1973 el 15 por 100, solo ligeramente inferior al 17,5 por 100 registrado en 1972. Según estimaciones provisionales, tal crecimiento se descompone en un 9 por 100 para la inversión en

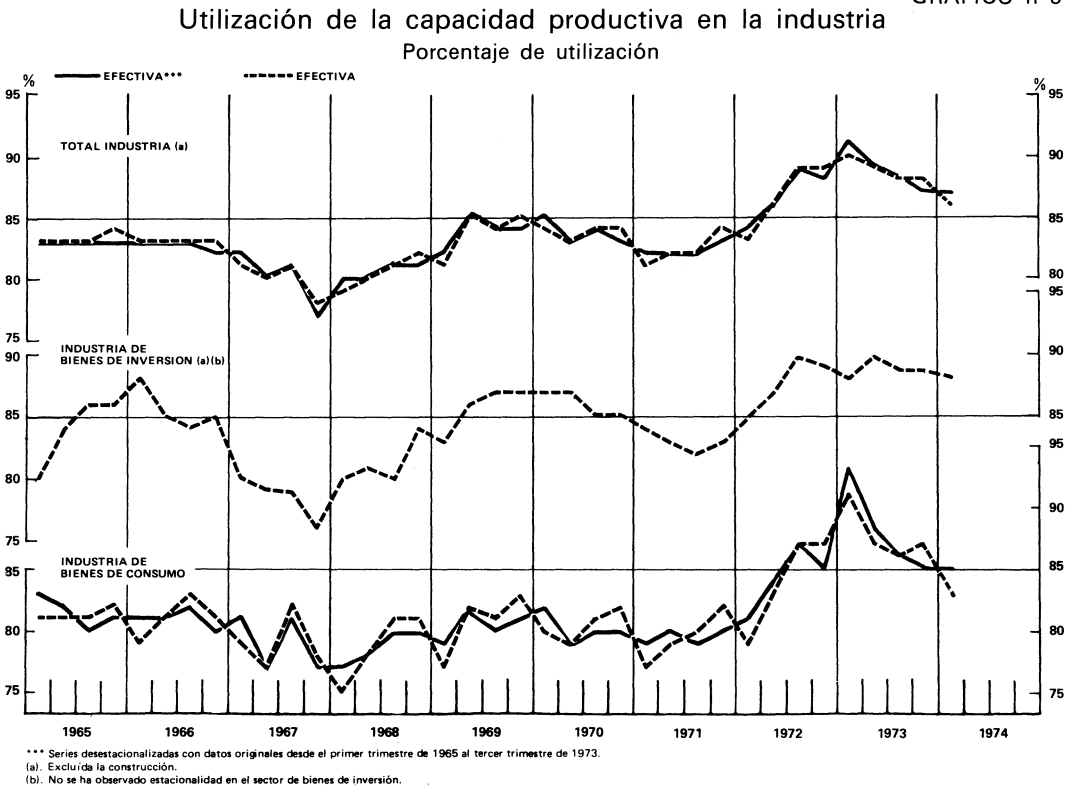
(1) Según el SEOPAN, el coste total de la construcción (sin contar el efecto de aumento de la productividad) creció en los ocho primeros meses de 1973 en un 19,6 por 100, frente al 8,1 por 100 en igual período de 1972.

construcción y un 21 por 100 para el resto de la formación bruta de capital. El consumo privado, con un ritmo de expansión del 6,7 por 100, y, en menor medida, el sector público —6 por 100—, contribuyeron a sostener la actividad y a fundamentar el dinamismo de la inversión. Por el lado de la demanda exterior, las exportaciones de bienes y servicios experimentaron un avance del 12,6 por 100, crecimiento que, si bien se debió, en buena parte, a un año excepcional de exportaciones agrícolas, no fue menos importante en cuanto a las ventas de productos industriales —a pesar de las tensiones por las que atravesaron los mercados interiores— y a la expansión de la exportación de servicios. (Ver cuadro II-1.)

III.1. Inversión (1).

El rasgo dominante de la evolución de la demanda global durante 1973 fue la persistencia del dinamismo de la inversión. Hay que remontarse a los años 1965 y 1966 para encontrar una fase equiparable a los años 1972 y 1973, en cuanto a ritmos de crecimiento de la inversión, en términos reales. Con posterioridad a aquellos años, los ciclos de la inversión han sido más

GRAFICO II-9



(1) El apartado sólo se refiere a la inversión en bienes de equipo y existencias. Completaría el análisis de la inversión el examen del sector de la construcción que ya se ha realizado en el apartado de la producción.

cortos y menos intensos, por lo que destaca aún más este resurgimiento de los dos últimos años, que contrasta tan acusadamente con la evolución del período anterior.

Las razones del intenso desarrollo de la inversión hay que buscarlas, por un lado, en la propia evolución de esta variable en los años inmediatamente anteriores y, por otro, en la existencia de unas expectativas favorables y generalizadas sobre la evolución de la economía, forjadas por un conjunto de factores muy varios. En el anterior Informe del Banco de España (1) se destacó cómo los bajos niveles de capitalización de la economía durante el período 1967-71, con relación al crecimiento del producto y en comparación con el comportamiento en los años anteriores, habían determinado la recuperación de la economía a través de un relanzamiento de la inversión provocado por la absorción de la capacidad instalada. Este hecho fue preponderante todavía en 1973, puesto que, tanto en este año como en 1972, los niveles de utilización del aparato productivo, según las opiniones empresariales, estuvieron situados en unas cotas desconocidas anteriormente (ver gráfico II-9). Al iniciarse la recuperación, ya se partía de unos niveles de utilización elevados, de manera que la expansión de la economía no hizo sino generar mayores necesidades de capital induciendo nuevas inversiones. Conviene tener en cuenta que, desde septiembre de 1971 (si se acepta esta fecha como el punto de partida de la fase de recuperación) hasta diciembre de 1973, el crecimiento de la producción industrial (según el índice correspondiente) ha sido del 36 por 100, lo que, aun admitiendo un margen de capacidad sin utilizar al principio de la expansión, lleva aparejados requerimientos enormes de capital adicional. Al mismo tiempo, el progreso rápido de la economía ha acentuado deficiencias sectoriales y estrangulamientos que, desde el punto de vista de la demanda, no son sino estímulos para la inversión. De alguna forma también, la aceleración de los costes salariales promovió la sustitución del factor trabajo por capital.

Las expectativas empresariales atravesaron un período extraordinario, en gran parte motivado por la expansión de la demanda interna y su dinamismo; los beneficios de las empresas fueron excelentes en 1972 y en 1973 se volvió a repetir la evolución favorable de las rentas del capital. Al mismo tiempo, la actitud de las autoridades económicas fue expansiva durante la mayor parte del año y, quizás como en ningún otro momento del pasado, los empresarios tuvieron motivos para confiar en que se mantendría la orientación de la economía pretendida por las autoridades, que, con una balanza de pagos firme y unas reservas que aumentaban continuamente, no veían otro motivo de freno a la expansión de la economía que la inflación, aunque sin la restricción en forma de desequilibrio exterior que suele acompañarla. Incluso cuando a finales de noviembre se implantaron medidas para contener el proceso inflacionista, se incluyeron otras destinadas a estimular la inversión. Asimismo, la etapa de coyuntura favorable por la que atravesaron la mayoría de los países occidentales, con lo que ello implica de crecimiento de las transacciones internacionales y ampliación de mercados, debió ser un factor adicional positivo en la configuración de las expectativas empresariales dominantes durante

(1) Página 67.

el año 1973. Hay, además, otro aspecto del sector exterior vinculado estrechamente a la formación interior de capital fijo; en los últimos años, tal como puede verse en el cuadro II-8, se han producido incrementos importantes en las inversiones directas y en las inversiones en

Inversiones extranjeras en España

CUADRO II-8

Miles de millones de pesetas

Año	Inversiones directas (a) (1)	Inversiones en Inmuebles (a) (2)	Total (3) = (1+2)	Crecimiento s/ año anterior de (3)	Porcentaje de (3) s/ formación interior bruta de capital fijo
1969	15,3	7,5	22,8	32,5	5,17
1970	17,5	10,1	27,6	20,9	5,73
1971	16,9	18,4	35,3	27,9	7,08
1972	17,7	25,5	43,2	22,4	7,11
1973	28,4	34,5	62,9	45,6	8,60

(a) Ingresos por ese concepto.
FUENTE: Balanza de pagos, Ministerio de Comercio.

Indice de inversión aparente ***

Medias móviles trimestrales

GRAFICO II-10



inmuebles que los extranjeros efectúan en España, así como en la participación de estas inversiones en la formación interior bruta de capital fijo. En 1973, el incremento de las inversiones directas sobre 1972 fue excepcional: un 60 por 100; extraordinario también fue el de las inversiones en inmuebles, un 35 por 100, alcanzándose un 8,6 por 100 en la participación de la formación interior bruta de capital fijo, cuando en 1972 fue solo del 7,1 por 100, y esto a pesar del crecimiento experimentado por la inversión en capital fijo en términos monetarios, que se cifra, según estimaciones provisionales, en el 24,5 por 100. La importancia de las inversiones, sobre todo de las inversiones directas, no estriba solo en sus efectos inmediatos, sino también en las repercusiones favorables que tienen al inducir a nuevas inversiones.

La cifra mencionada del crecimiento anual de la inversión en bienes de equipo no proporciona una idea adecuada de su evolución a lo largo del año 1973. Durante el primer trimestre, la inversión creció muy rápidamente, moderando un tanto su ritmo de crecimiento en el segundo; los meses centrales del verano contemplaron, a juzgar por el índice de inversión aparente, un cierto retroceso en la intensidad de la demanda de capital productivo fijo, para experimentar una recuperación transitoria en los meses siguientes del año. La evolución de la cartera de pedidos parece confirmar este perfil cíclico: fuerte incremento durante los seis primeros meses del año, debilitación en julio y agosto, recuperación en septiembre y octubre y disminución, ya más marcada, en noviembre. Los restantes indicadores recogidos en el cuadro II-9 no difieren excesivamente de esa línea de evolución.

La desaceleración de la inversión en la segunda mitad del año puede considerarse consecuencia, en primer lugar, de la rápida acumulación de capital de los semestres anteriores. En los tres últimos trimestres del año parece vislumbrarse una disminución en los niveles de utilización del capital que, aunque insuficiente para diagnosticar la aparición generalizada de márgenes de capacidad inutilizados en la economía, ya que los porcentajes declarados por los empresarios continuaron siendo excepcionalmente altos, puede interpretarse como un preaviso de un fenómeno que habrá de producirse inevitablemente en el futuro, si se conjuga la desaceleración de la economía con la entrada en funcionamiento de las inversiones ya realizadas (véase gráfico II-10). Este hecho tendrá una influencia importante en las decisiones de inversión en el futuro inmediato. Por otro lado, la trayectoria alarmante de todos los índices de precios debió infundir entre los empresarios temores de toma de medidas contra la inflación que, fuesen drásticas o no, habrían de incidir de alguna forma sobre la actividad; de hecho, aquellas alzas indujeron a las autoridades a proseguir, a partir de la segunda mitad del año, una política más moderada de expansión monetaria, con el consiguiente endurecimiento de las condiciones en los mercados financieros, especialmente evidente desde las últimas semanas del mes de octubre. A estos hechos de origen interno vino a sumarse la crisis energética, primero, bajo la forma de posibles dificultades en el suministro de petróleo, y luego, bajo la forma de alzas extraordinarias del precio de los crudos.

Si se examina el destino sectorial de la inversión en bienes de equipo durante 1973, dentro de la característica general de un crecimiento importante en todos los sectores, se observan modi-

CUADRO II-9

INDICADORES DE INVERSION

Medias trimestrales

	INDICE DE INVERSION APARENTE			INDICE DE INVERSION BIENES DE EQUIPO			IMPORTACION MAQUINARIA Y MATERIAL TRANSPORTE			MATRICULACION COSECHADORAS		MATRICULACION TRACTORES	
	Media trimestral desestacionalizada	Tasa crecimiento s/año anter.	Tasa anual de crecimiento s/trimest. anterior	Media trimestral desestacionalizada	Tasa crecimiento s/año anter.	Tasa anual de crecimiento s/trimest. anterior	Media trimestral desestacionalizada	Tasa crecimiento s/año anter.	Tasa anual de crecimiento s/trimest. anterior	Media trimestral original	Tasa crecimiento s/año anter.	Media trimestral original	Tasa crecimiento s/año anter.
1971	215,1	— 0,4	—	228,7	— 4,8	—	6.705,9	4,9	—	218	0,1	2.108	2,0
I	206,8	— 2,5	— 20,6	216,4	— 10,4	— 31,8	6.439,0	6,7	— 3,2	27	— 55,7	1.837	— 32,4
II	206,6	— 3,9	— 0,4	214,0	— 11,1	— 4,4	6.231,0	— 5,0	— 12,3	360	— 32,1	1.882	— 7,2
III	—	1,1	27,5	238,2	— 0,7	53,5	6.726,7	3,9	35,8	465	77,5	2.157	20,1
IV	227,3	3,7	14,8	246,0	3,3	13,8	7.426,8	14,4	48,6	21	16,7	2.554	48,0
1972	261,5	21,6	—	287,5	25,7	—	8.759,8	30,6	—	178	— 18,4	2.316	9,9
I	240,8	16,4	26,0	267,1	23,4	39,0	7.994,1	24,2	34,2	25	— 7,4	2.286	24,4
II	257,7	24,7	4,2	280,3	31,0	21,3	8.649,1	38,8	37,0	435	20,8	2.367	25,8
III	267,1	21,6	15,4	298,1	25,1	27,9	9.287,1	38,1	32,9	236	— 49,2	2.015	— 6,6
IV	280,4	23,4	21,5	304,5	23,8	8,9	9.108,9	22,6	— 7,5	14	— 33,3	2.597	1,7
1973	—	—	—	—	—	—	11.422,5	30,4	—	155	— 12,9	2.506	8,2
I	314,9	30,8	59,1	364,7	36,5	105,8	10.802,9	35,1	97,8	25	—	2.731	19,5
II	324,4	25,9	12,6	362,2	29,2	— 2,7	10.485,4	21,2	— 11,3	343	— 21,2	2.155	— 9,0
III	316,5	18,5	— 9,4	341,5	14,6	— 21,0	12.029,2	29,5	73,2	225	— 4,7	2.321	15,2
IV	323,2	15,3	8,7	353,3	16,0	14,6	12.372,6	35,8	11,9	28	100,0	2.817	8,5

FUENTE: Ministerio de Comercio, Dirección General de Aduanas y «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

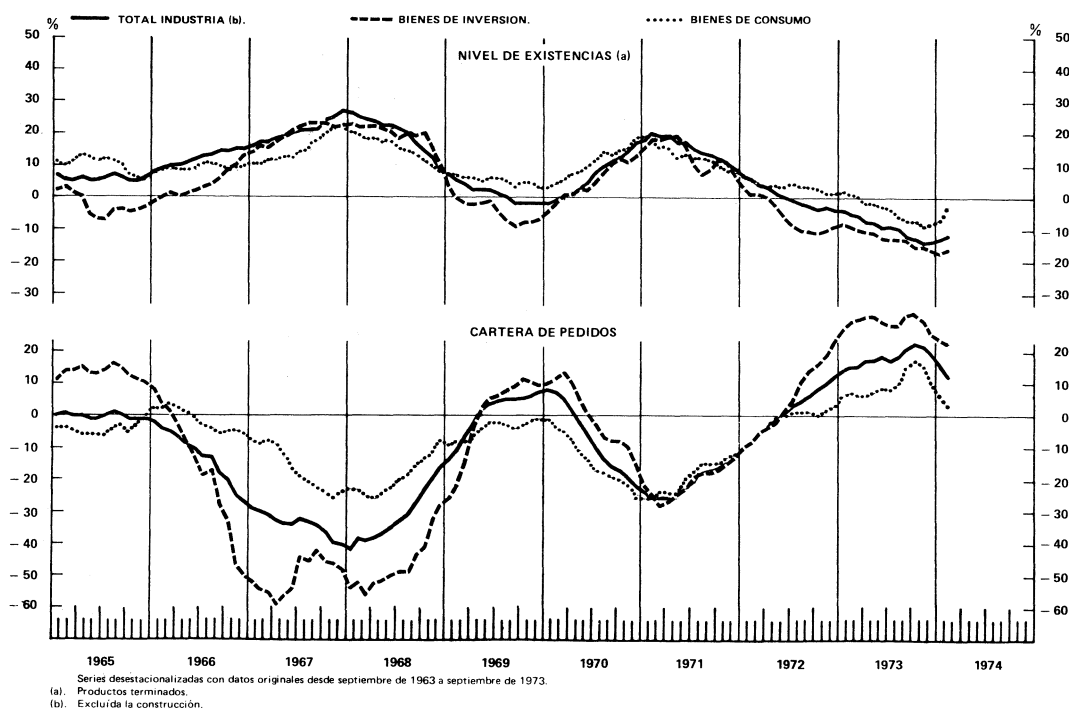
ficaciones en la intensidad relativa de cada sector con relación a la composición en 1972. En la agricultura, el proceso de mecanización avanzó a un menor ritmo en 1973 que en 1972 (1). La mecanización en el sector de la construcción, a juzgar por las opiniones de los empresarios, fue todavía intensa en 1973, aunque no alcanzara el ritmo de crecimiento de 1972. Indudablemente, las perspectivas del sector condicionan estrechamente las inversiones realizadas. En los sectores industrial y de servicios, parece que se acentuó el ritmo de capitalización en 1973. De acuerdo con las importaciones de bienes de equipo, los destinados a la industria se incrementaron en valor en un 30 por 100 en ese año, frente al 28 por 100 en 1972; los destinados al sector servicios (excluyendo aeronaves) aumentaron en esos años el 35 y 32 por 100, respectivamente (2).

Resulta de todo punto imposible cuantificar el impacto que la constitución de existencias pudo tener en el crecimiento experimentado por la economía en 1973. La carencia de estadísticas sobre esta variable económica es total, lo que supone una de las más serias lagunas de información cuando se pretende analizar la economía en los momentos de cambio de tendencia. La única información disponible a nivel nacional sobre variación de existencias viene proporcionada por las encuestas del Ministerio de Industria, pero, por su tratamiento meramente cualitativo y subjetivo, su interpretación es extremadamente difícil. Durante todo el año 1973, el nivel declarado de existencias por los empresarios fue cada vez más insatisfactorio (ver gráfico II-11); pero ello no tiene por qué implicar que se haya producido una disminución de existencias a lo largo del mismo, sino que puede deberse, y esto parece lo más probable, a que la acumulación llevada a cabo no evolucionó paralela a los deseos de los empresarios (3). Las existencias debieron tender a aumentar en 1973, como consecuencia de la incidencia de dos factores: por un lado, si se establece una relación entre niveles de producción y existencias, era de esperar un aumento de la demanda de las mismas derivada del crecimiento de la producción; por otro lado, el deseo de las empresas de hacer frente a las posibles deficiencias de abastecimiento de algunos productos y a las casi seguras elevaciones de precios generó probablemente un aumento de su demanda de tipo especulativo. Sin embargo, en una situación

- (1) Frente al crecimiento en un 10 por 100 en el número de tractores inscritos en ese año sobre 1971, el aumento en 1973 fue del 8 por 100. Los motocultores inscritos se incrementaron en un 43 por 100 en 1972, mientras que en 1973 crecieron en un 15 por 100. La matriculación de cosechadoras disminuyó en ambos años, 19 por 100 en 1972 y 13 por 100 en 1973, lo que puede reflejar una relativa saturación de este tipo de maquinaria.
- (2) Las importaciones de aeronaves crecieron extraordinariamente en 1972, al pasar de 1.200 millones, en 1971, a 8.200, en 1972. En 1973, las importaciones ascienden a 11.700 millones. Si se incluyen las importaciones de aviones en la comparación de lo ocurrido en los últimos dos años, la conclusión que se derivaría sería contraria a la del texto, pero tienen más valor como indicador de la inversión general en el sector servicios las importaciones sin incluir las aeronaves destinadas al mismo.
- (3) Las encuestas de la Cámara de Comercio, Industria y Navegación, de Barcelona, muestran el mismo fenómeno para la región catalana-balear, tanto para las existencias de materias primas como para los productos terminados. La encuesta del Ministerio de Industria se refiere solo a productos terminados.

Opiniones empresariales: Cartera de pedidos y nivel de existencias

Porcentajes netos: Medias móviles trimestrales



como la que atravesó la economía en el primer semestre, el exceso de demanda o, si se quiere, las dificultades del aparato productivo para hacer frente a los requerimientos de la demanda a corto plazo, pudo soslayarse parcialmente por una reducción de existencias, que de ese modo desempeñaron un papel estabilizador importante. Por otra parte, así como los empresarios trataron de acumular existencias de materias primas y productos semielaborados, los consumidores debieron intentar cubrirse, en alguna medida, de las alzas futuras de precios adelantando la adquisición de algunos bienes, lo que afecta negativamente a las existencias tal como se computan en la Contabilidad Nacional. El impacto de las variaciones de existencias en la producción, como un componente de la demanda global, presumiblemente fue posible en 1973, aunque la incidencia fue probablemente menor que en 1972, año en el que, de acuerdo con las cifras provisionales de las cuentas nacionales, un 2 por 100 del crecimiento del P. N. B., en términos reales, fue absorbido por un aumento de las existencias.

III.2. Consumo privado.

En 1973, el ritmo de crecimiento del consumo privado, en términos reales, fue ligeramente inferior al logrado en 1972, si bien no ocurre lo mismo cuando la comparación se efectúa en

términos monetarios, debido a la distinta evolución de los precios en uno y otro año (ver cuadro II-1). Aun cuando para el conjunto del año se registró una tasa de expansión bastante alta, ésta fue inferior a la del producto nacional, como es normal que suceda en períodos de fuerte crecimiento y elevada capitalización. Por su alta ponderación en la demanda global y por su comportamiento estimulante, el consumo constituyó un sustrato firme para la continuación de la fase expansivo de la economía, y ello a pesar de que no pueda destacarse como un factor particularmente dinámico en ese proceso. Desde luego, el comportamiento del consumo no debió ser uniforme a lo largo del año, ya que no lo fueron los factores que incidieron en su evolución.

Los factores que afectan al consumo tuvieron durante ese año un comportamiento que, si bien no podría calificarse como estrictamente contrapuesto, sí resultó, desde luego, de carácter compensador. El pleno empleo dominante en el mercado de trabajo —con el consiguiente aumento en la proporción de horas extraordinarias y la obtención de fuertes incrementos salariales en los convenios pactados a lo largo del año— se tradujo en un crecimiento del volumen de salarios monetarios en 1973 del 19,4 por 100 (según las encuestas del I. N. E.), frente al aumento del 16,2 por 100 en el año anterior. En sentido contrario actuó la aceleración del ritmo de aumento del coste de vida a lo largo de 1973, al erosionar paulatinamente el incremento del poder adquisitivo de los perceptores de rentas contractuales, lo cual debió afectar inevitablemente a la expansión del consumo en términos reales.

En cuanto a los beneficios, ligados ciertamente al nivel de actividad y al ritmo de inflación, al igual que las ganancias de capital producidas por la realización de valores mobiliarios e inmobiliarios, experimentaron incrementos importantes en 1973, que debieron influir de manera positiva sobre la evolución del consumo privado. Por otra parte, la aceleración del ritmo de inflación, al corregir al alza el ritmo esperado de crecimiento del coste de la vida, debió inducir un adelantamiento en los gastos planeados de consumo, con mayor incidencia en los bienes de consumo duradero. Con todo, esto último habrá afectado más a la distribución temporal del gasto en consumo a lo largo del año que a la cifra global del mismo.

El más probable resultado de la conjunción de estos factores es un mayor impacto expansivo

CUADRO II-10
Rentas salariales

Millones de pesetas			
	Volumen de salarios	Crecimiento sobre el mismo período del año anterior	
		Monetario	Real (a)
1971 ..	25.537	14,4	5,7
I.	22.593	17,0	8,6
II.	23.399	14,7	4,8
III.	27.765	13,8	6,2
IV.	28.391	12,9	4,1
1972 ..	29.686	16,2	7,3
I.	25.872	14,5	5,4
II.	27.088	15,8	8,0
III.	32.241	16,1	6,3
IV.	33.541	18,1	9,3
1973 ..	35.447	19,4	7,1
I.	30.322	17,2	8,3
II.	32.244	19,0	7,3
III.	38.176	18,4	5,3
IV.	41.045	22,4	7,4

(a) Deflactado el crecimiento monetario por el índice de vida.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística. Encuestas de salarios.

del consumo real privado en la primera mitad del año 1973 que en la segunda, aunque no todos los escasos indicadores disponibles para seguir la trayectoria del consumo respaldan esta conjetura.

III.3. Exportaciones.

El ritmo de crecimiento estimado de las exportaciones de bienes y servicios en pesetas corrientes fue de un 24,4 por 100, y de un 12,6 por 100 en pesetas constantes, lo que implica un deflactor implícito del 10,5. El efecto estimulante de las exportaciones sobre la actividad fue algo mayor en 1973 que en 1972. En este año, el incremento de las exportaciones absorbió un 24 del crecimiento del producto, mientras que en 1973 las exportaciones explican un 27 del crecimiento de aquél, según los valores en pesetas constantes. El ligero aumento de la incidencia de las exportaciones como un componente de la demanda global resulta tanto más sorprendente por cuanto que, a lo largo del año, hubo manifiestas tensiones en los mercados interiores de algunos bienes, la inflación en España alcanzó uno de los niveles más altos de los países europeos y la peseta experimentó una revaluación significativa frente al resto de las monedas. Por ello, hay que destacar la fase de expansión por la que atravesó la economía de los principales países occidentales como el hecho que explica primordialmente los excelentes resultados que arrojan las cifras de exportación. Sin embargo, si de las exportaciones de bienes se exceptúan los productos agrícolas, cuyo ritmo de crecimiento en 1973 se debió a una situación excepcional en los mercados exteriores, es posible detectar en el resto de las exportaciones una desaceleración con respecto a 1972, al mismo tiempo que una desaceleración en el segundo semestre de 1973 con relación al primero. De ello cabe deducir que las tensiones internas influyeron en la actividad exportadora. No obstante, la reducción registrada en el ritmo de crecimiento de las exportaciones industriales fue tan ligera, que casi podría justificarse por la irregularidad de las series, lo que induce a pensar que no siempre se abre a los empresarios la disyuntiva entre exportar o cubrir el mercado interior. En efecto, el desarrollo de algunos sectores y empresas ha estado fundamentado en la actividad exportadora; la conservación de mercados exteriores por las empresas y su política de expansión no puede revisarse continuamente de acuerdo con la situación interior de la economía, más bien las directrices de actuación se establecen por consideraciones a medio plazo; por otro lado, la estructura comercial y los mecanismos de distribución de las empresas no permitirán en todos los casos cambios drásticos en los flujos de mercancías; adicionalmente, en muchos casos existen contratos de suministro o contratos de mercancías de un largo período de fabricación (buques, por ejemplo) que no pueden alterarse fácilmente. Los resultados de las exportaciones en 1973 ponen de manifiesto que, a corto plazo, la situación de la economía mundial puede influir en su evolución más que las condiciones en que se desenvuelve la actividad interior, aunque no quepa desdeñar las repercusiones de esta última.

IV. PRECIOS Y COSTES

El intenso crecimiento experimentado por la economía en 1972 y 1973 no se consiguió sin un grave quebranto de la estabilidad interior. Parece una consecuencia inevitable en todo período

de expansión, cuando la demanda se torna pujante y presiona en los mercados de bienes y servicios productivos, el desencadenamiento de un proceso inflacionista. Pero aparte de este hecho, tan ampliamente confirmado en la generalidad de los países, la fase de expansión de la economía española iniciada a finales de 1971 nació ya con una rémora importante en cuanto a la estabilidad de los precios y coincidió con una inflación a nivel internacional de una intensidad y una extensión desconocidas desde la Segunda Guerra Mundial. En el capítulo I de esta Memoria ya se analizado con detalle el fenómeno de la inflación a escala mundial y su desarrollo en los principales países; baste ahora aportar algunas cifras para mostrar lo seriamente comprometida que se encontraba la estabilidad de la economía y lo profundamente arraigada que se hallaba la inflación en el sistema a comienzos de 1972. En el año 1971, el crecimiento del P. N. B., en términos constantes, fue tan solo del 4,6 por 100, el más bajo, con excepción de 1967, de los últimos trece años. No obstante, el deflactor implícito del P. N. B. fue del 7,8 por 100, el más alto del período 1966-1971 y uno de los más elevados a partir de 1961. Si se acude al índice general del coste de vida, el crecimiento de la media mensual en el año 1971 sobre la media mensual de 1970 fue del 8,2 por 100, habiendo experimentado el índice en los doce meses de aquel año un aumento del 9,7 por 100. La plataforma inflacionista de la que partió la recuperación de la economía explica, en buena medida, los aumentos de precios alcanzados en 1972 y 1973.

CUADRO II-11

Indice del coste de vida

Tasas de variación

	1971		1972		1973	
	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año
Indice general	8,2	9,7	8,3	7,3	11,5	14,3
Alimentación (49,39) (a)	7,8	12,6	9,1	6,4	12,7	15,9
Vestido y calzado (19,94)	8,6	7,3	8,8	11,0	14,3	17,9
Vivienda (7,95)	5,9	3,2	5,1	7,5	10,2	12,4
Gastos de casa (9,39)	7,6	6,1	5,9	5,7	7,5	11,0
Gastos diversos (18,83)	10,6	8,9	8,0	6,8	8,5	10,0

(a) Las cifras entre paréntesis son la ponderación de cada componente en el índice general.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

En el cuadro II-11 se recoge la evolución del índice del coste de vida y sus componentes. En el cuadro II-12 se registra la evolución del índice de precios al por mayor y los índices parciales más significativos. Ambos cuadros permiten seguir la trayectoria de la inflación en los últimos tres años y obtener una visión cuantificada de la gravedad del problema. Como puede observarse de la comparación de los índices entre 1972 y 1973, cualquiera que sea el índice y la

forma en que la comparación se haga, en 1973 se produjo un empeoramiento acusado de la situación inflacionista. La media anual del índice general del coste de vida creció en 1973 un 11,5 por 100 sobre la media de 1972, mientras que en éste experimentó una subida del 8,3 por 100 sobre la media de 1971. En los doce meses del año, el índice creció un 14,3 por 100

CUADRO II-12

Indices de precios al por mayor

Tasas de variación

	1971		1972		1973	
	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año	Media anual s/año anterior	En los doce meses del año
Indice general	5,7	8,4	7,6	5,6	9,3	15,4
Componente alimentación (52,3) (a) .	7,2	11,1	8,5	5,6	10,4	15,9
Resto componentes (47,7)	2,2	4,5	6,1	5,6	8,1	14,6
Indices especiales						
Productos agrícolas	5,7	8,6	5,1	2,1	9,2	17,9
Productos industriales	2,6	2,8	5,4	8,6	8,6	13,7

(a) Las cifras entre paréntesis corresponden a la ponderación en el índice general.
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

en 1973, frente al 7,3 por 100 en 1972; es decir, la subida en 1973 duplicó prácticamente la registrada a lo largo de 1972. El índice de precios al por mayor arroja un cuadro parecido. En 1972, la media del índice creció en un 7,6 por 100 sobre 1971; en 1973, el crecimiento sobre 1972 fue del 9,3 por 100. En el transcurso del año, mientras el índice subió un 5,6 por 100 en 1972, en 1973 la tasa de crecimiento fue del 15,4 por 100; es decir, casi se triplicó el avance del índice de precios al por mayor entre un año y otro. Puede descenderse a mayor detalle comparando otros índices, pero el resultado final es siempre el mismo; e incluso, en algunos casos, se acentúa el contraste entre la evolución de los precios en los últimos dos años, como ocurre con el índice especial de precios al por mayor de los productos agrícolas, que sufrió un alza del 17,9 por 100 en los doce meses de 1973, frente a tan solo un 2,1 por 100 a lo largo de 1972. En los cuadros II-11 y II-12 se ve asimismo cómo el proceso inflacionista se extendió en 1973 a la generalidad de los sectores y a todos los bienes y cómo afectó a la actividad económica en todos sus niveles y aspectos. Tanto los precios de los bienes de consumo como los precios de los bienes de capital, los precios de los bienes como los costes de producción, los precios de los productos industriales como los precios de los productos agrícolas y los servicios; todos los precios, en fin, reflejaron las tensiones en que se ha desenvuelto el sistema económico en los últimos dos años y especialmente en 1973.

Las características de la evolución de la economía en 1972 y 1973 son similares en muchos aspectos, pero hay notas diferenciales entre un año y otro que explican una inflación tan aguda en este año y la relativa moderación de las alzas en 1972. Y no debe resultar sorprendente hablar de relativa inflación en 1972 ya que, si se tiene en cuenta la trayectoria de los precios en 1971 y su evolución en 1973, el año 1972 registró más bien una desaceleración de las alzas de los precios o, por lo menos, se mantuvo el proceso inflacionista sin agravarse. En ambos años, 1972 y 1973, el crecimiento del producto nacional fue muy elevado. En ambos años la demanda, interior y exterior, presionó fuertemente y constituyó un estímulo intenso de la actividad. En lo que respecta a la evolución de las magnitudes monetarias y las condiciones de liquidez del sistema, notas comunes en los dos últimos años fueron un crecimiento excesivo de la liquidez del público y una situación de facilidad en la obtención de fondos de financiación. A nivel internacional, las economías de los más importantes países atravesaron una fase de coyuntura en estos dos años, al mismo tiempo que los precios de las importaciones crecieron en ambos con inusitada intensidad y el tipo de cambio de la peseta experimentó, en cada uno de esos años, una revaluación media frente al resto de las monedas del mundo.

Estos rasgos comunes a 1972 y 1973 podrían explicar la inflación que en ellos se registró; pero resultan insuficientes para justificar la distinta intensidad de las alzas de precios en uno y otro año.

La primera nota significativa para marcar las diferencias entre 1972 y 1973, en cuanto a las causas o condicionantes del proceso inflacionista, es el hecho de que 1972 coincidió con las primeras etapas de la fase de recuperación de la economía y en 1973 culminó el período de expansión. Al iniciarse la fase ascendente del ciclo, el empuje de la demanda vino a colocar a las empresas ante una mejor situación de utilización de su capital productivo. Las ganancias de productividad al recuperarse la economía fueron intensas y ello contribuyó de alguna manera a mitigar las tensiones inflacionistas. La demanda global en el transcurso de 1972 no llegó a provocar tensiones acusadas en el sistema ni se hicieron patentes estrangulamientos sectoriales importantes. En el mercado de trabajo, por otra parte, por la existencia de un paro acusado general acumulado en la fase de recesión, la contratación de mano de obra, tanto la de escasa cualificación como la adiestrada, fue fácil y posible. Solo a partir del mes de abril de 1972 las cifras de paro empezaron a registrar la recuperación de la actividad que se había iniciado hacía un semestre. Por el contrario, en 1973, la duración que ya tenía la expansión y la intensidad con que había avanzado, así como el hecho, ya comentado, de los altos niveles de utilización de capacidad alcanzados, contribuyeron a que la persistencia del empuje de la demanda colocase a la economía en una situación comúnmente calificada como de exceso de demanda. En estas condiciones se hicieron patentes dificultades de abastecimiento de algunos productos, se acentuó la escasez de algunas materias primas y se acumularon los pedidos en las carteras de la empresas, todo lo cual facilitó los aumentos de precios y la transmisión de las elevaciones de costes. En el mercado de trabajo, por otra parte, aunque al principio de la recuperación la reabsorción del paro avanzó lentamente, al finalizar el año 1972 se había alcanzado ya una cifra muy próxima a lo que puede considerarse el pleno empleo, puesto que

en los siete meses siguientes no se observaron variaciones de consideración en el desempleo, a pesar de que los empresarios hicieron patentes sus dificultades crecientes en cubrir los puestos de trabajo. La escasez, cada vez más acusada, de mano de obra se tradujo en unas condiciones más favorables a los trabajadores en las negociaciones colectivas y en una mayor competencia de los empresarios para captar mano de obra cualificada escasa. Los costes crecientes, cada vez más difíciles de reabsorber vía aumentos de productividad, y las elevaciones de los precios de las materias primas no preocuparon demasiado a los empresarios, que, en la situación de la economía, podían repercutir fácilmente las subidas de los costes de producción. Así, pues, el crecimiento acusado de los costes y la tensión en los mercados de bienes y servicios productivos fueron rasgos peculiares de 1973, al menos en cuanto a la intensidad con que se presentaron, y establecen una diferencia sustancial con la evolución de 1972.

Antes de entrar en el examen de los salarios y su incidencia en el proceso inflacionista, conviene subrayar el comportamiento dispar de los precios de los productos agrícolas y del índice del componente alimenticio del coste de vida en 1972 y 1973, porque ello constituye una de las diferencias más importantes entre ambos años y explica, en parte, la evolución de los salarios. La media anual del índice del componente alimenticio del coste de vida creció en 1972 sobre 1971 en un 9,1 por 100, frente al 12,7 por 100 de crecimiento entre 1973 y 1972. Para valores medios, el componente alimentación del índice de precios al por mayor aumentó en 1972 en un 8,5 por 100 con respecto a 1971, mientras que en 1973 la tasa de crecimiento fue del 10,4 por 100; y el índice especial de los productos agrícolas pasó de un aumento del 5,1 por 100, en 1972 sobre 1971, a un aumento del 9,2 por 100, en 1973 sobre 1972. Pero para resaltar las diferencias es más importante comparar la evolución de los índices de precios más significativos a lo largo de los doce meses de cada año que relacionar las medias anuales. Durante 1972, el crecimiento fue de un 6,4 por 100 en el índice del componente alimenticio del coste de vida, de un 5,6 por 100 en el componente alimentación del índice de precios al por mayor y de un 2,1 por 100 en los precios de los productos agrícolas. Las alzas de esos índices en 1973 fueron, respectivamente, de un 15,9 por 100, un 15,9 por 100 y un 17,9 por 100, crecimientos todos ellos muy fuertes, que, por sí solos, dan una imagen más que suficiente de la intensidad que revistió la inflación en 1973 y apuntan una de sus causas fundamentales. En el apartado de la producción se ha intentado explicar las razones de unas alzas tan drásticas de los productos agrícolas en un año de producción más bien favorable. Aquí se intenta llamar la atención sobre la inflación en el sector agrario, por lo que representa por sí mismo dentro del fenómeno general de la inflación y por sus consecuencias para la exacerbación de las tensiones sociales. Ningún otro aspecto de la inflación afecta tan directamente a un enorme número de economías domésticas como las alzas de los bienes alimenticios.

Las alzas de los salarios monetarios en 1973 con relación a su evolución en 1972 hubieron de reflejar la tensa situación del empleo a lo largo de este último año y las subidas generales de precios. A su vez, estas alzas de salarios determinaron, en no poca medida, la subida general de costes y de precios, de tal forma que puede afirmarse que el proceso inflacionista descansó, sobre todo, en la cadena de reacción de precios y salarios. Estas reacciones desencadenadas por

los distintos grupos económicos o de intereses son el reflejo del intento de cada uno de ellos en mantener su participación en la distribución de la renta; pero en la mayoría de los casos, con estas reacciones, como ocurre en cualquier proceso dinámico y conflictivo, los grupos económicos no se limitan a defender su participación, sino que tratan de alterarla en su favor, originándose con ello una aceleración continua del proceso de alzas de precios y costes. En algunas ocasiones hay factores que operan favorablemente en la detención de esa aceleración, como son los aumentos de productividad, los resultados positivos del sector agrícola, los precios estabilizados de los bienes importados y, en general, una situación de la baja coyuntura en la economía. Otras veces, como ocurrió en 1973, con alzas excepcionales en los precios de la alimentación, una inflación aguda a nivel internacional y una situación económica caracterizada por el límite de crecimiento impuesto por la disponibilidad de factores productivos, las tensiones tienden a acelerarse.

CUADRO II-13

Evolución de precios y salarios

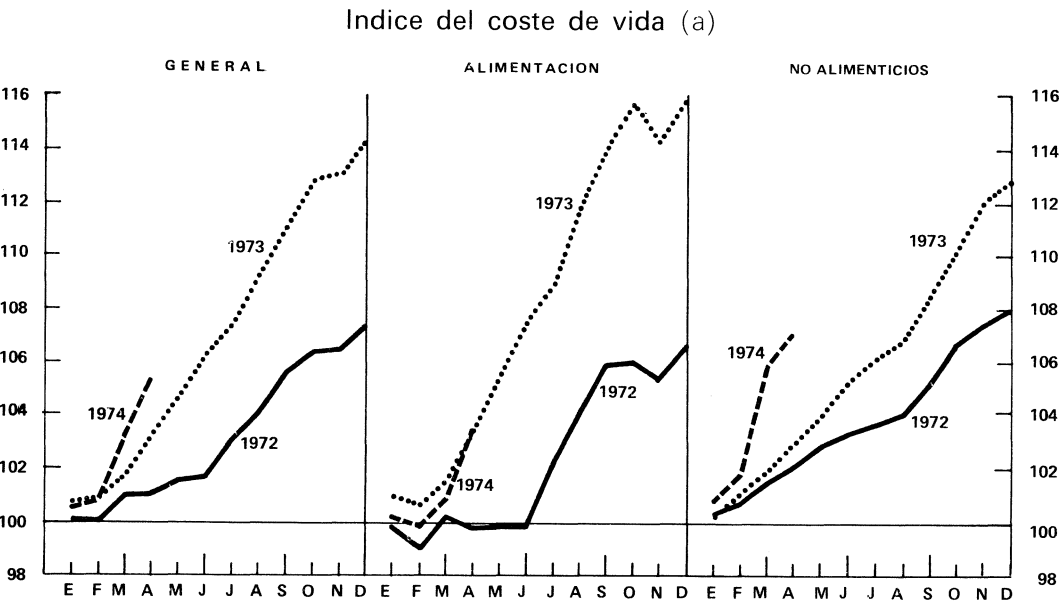
Tasas de variación s/mismo período año anterior

	1972					1973				
	AÑO	I	II	III	IV	AÑO	I	II	III	IV
Indice general del coste de vida.	8,3	8,6	7,2	9,2	8,1	11,5	8,2	10,9	12,4	14,0
Retribución por hora trabajada	17,0	15,1	14,9	19,4	18,4	19,8	18,3	20,0	19,1	21,1
Salarios industriales	17,6	14,1	15,6	19,3	20,4	17,0	16,3	20,0	13,1	19,0
Salarios agrícolas	13,4	14,7	12,8	12,5	13,7	19,2	16,4	18,5	19,6	22,1

En el cuadro II-13 se recoge la evolución del índice del coste de vida y la de los salarios en 1972 y 1973. En 1972, el crecimiento medio de la retribución por hora trabajada sobre 1971 fue del 17 por 100, mientras que el crecimiento en 1973 sobre 1972 fue del 19,8 por 100. En el cuadro II-13 puede observarse que el ritmo de crecimiento de los salarios en cada trimestre, con relación al mismo trimestre del año anterior, tendió a crecer, salvadas las irregularidades inevitables, a lo largo de 1972 y los dos primeros trimestres de 1973. A partir de entonces, los salarios monetarios presentaron menores ritmos de crecimiento, lo que unido a la aceleración de los precios a partir del segundo trimestre del año dio lugar a una erosión importante de los salrios reales. Si se compara las diferencias entre el crecimiento del índice del coste de vida y de los salarios monetarios (retribución media por hora trabajada), puede verse que, a lo largo de 1973, esa diferencia disminuyó al pasar de un 9,3 por 100, en el primer trimestre del año, al 6,2 por 100, en el cuarto. No cabe duda de que la presión de los salarios en los costes fue muy importante a lo largo del año, pero no es menos cierto que los salarios tuvieron dificultades en seguir la carrera de los precios.

Todavía es posible señalar otras diferencias en cuanto a las causas de la inflación entre 1972 y 1973, aunque solo sea por la intensidad con que se presentaron los fenómenos. Por el lado de la incidencia de la inflación internacional en la inflación interior, los precios de los bienes importados crecieron extraordinariamente en 1973, acentuándose así un hecho que ya revistió singular relieve en 1972 (1). Por el contrario, la revaluación media de la peseta en 1973 fue ligeramente superior a la revaluación media en el año anterior (según el índice elaborado por el Banco de España, las revaluaciones medias fueron del 3,6 por 100 y 3,1 por 100, respectivamente), de modo que, por la vía de la revaluación, tendió a compensarse la agravación de las subidas de precios internacionales, aunque la mejor posición de la peseta en 1973 no evitase que el ritmo de las alzas de precios para los importadores fuese más elevado en 1973 que en 1972. En cuanto a los aspectos internos, las expectativas inflacionistas tendieron a empeorar a lo largo de 1973, a medida que la inflación se aceleraba; de alguna forma, aunque sea muy difícil precisar sus efectos, la demanda especulativa originada por la posible escasez de productos, dadas las tensiones de oferta existentes, y las elevaciones de precios, y así, el intento por parte de cada empresario individual (y en general del público) de cubrirse de las alzas de precios, contribuyó a acelerarlas.

GRAFICO II-12



(a) Diciembre del año anterior igual a 100.

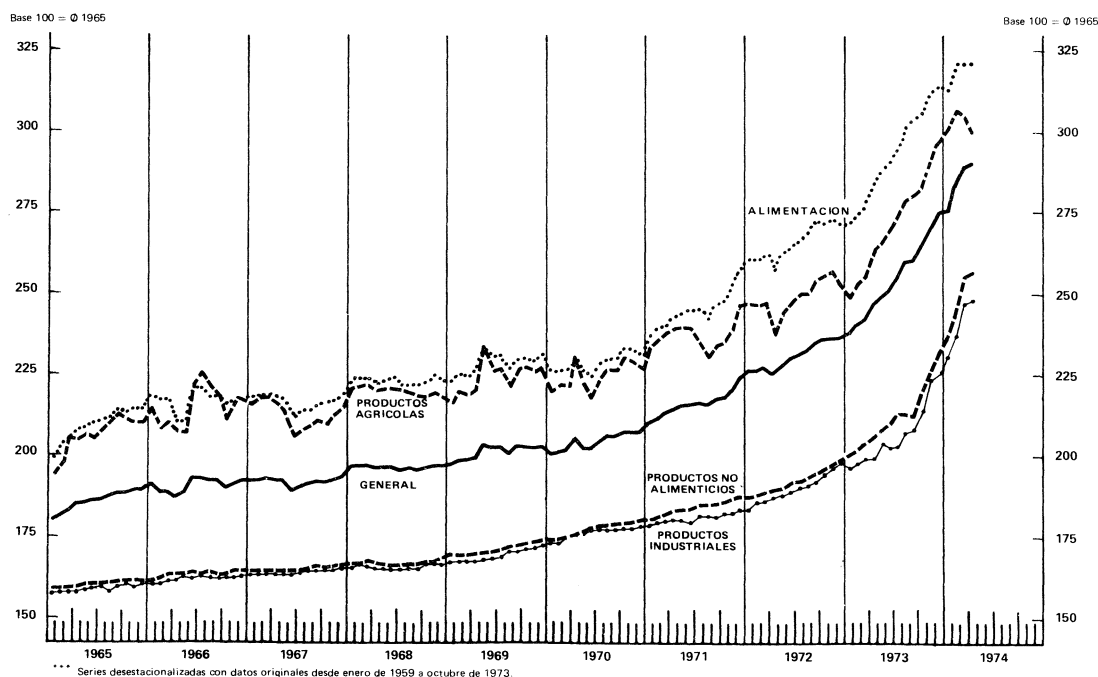
El crecimiento de los precios a lo largo de 1973 no fue uniforme; antes al contrario, pueden distinguirse distintas fases de la evolución de los índices, aunque no siempre coincidan cuando se relacionan varios de ellos. Ateniéndose al índice general del coste de vida —ver gráfi-

(1) Véase Capítulo I y más adelante, en este mismo Capítulo, el apartado del sector exterior.

co II-12—, las alzas de precios fueron moderadas en los primeros tres meses del año; la media de subida mensual en ese trimestre fue del 0,58 por 100. En el mes de abril se inició una etapa de crecimiento muy agudo, que duró hasta octubre, en la que el crecimiento medio mensual fue del 1,46 por 100, llegándose a registrar en septiembre un incremento del 1,74 por 100. En los dos últimos meses del año se registró una caída importante de la alzas de precios, que situó la tasa media en un 0,61 por 100. Pocos motivos existían, sin embargo, para pensar que se había superado la fase más aguda de la inflación, a pesar de la desaceleración observada en el índice del coste de vida. En ningún momento fue perceptible un cambio de expectativas o una mejora en el índice de precios al por mayor (ver gráfico II-13); por último, la crisis de energía hizo su aparición y se transformó rápidamente en un problema agudo de alzas de

Indice de precios al por mayor ***

GRAFICO II-13



precios. La ligera mejoría que el índice del coste de vida presentaba al finalizar 1973 se debió, en parte, a la política anti-inflacionista instrumentada en los meses anteriores, que se dirigió sobre todo a eliminar los aspectos más alarmantes de la inflación.

IV.1. La política anti-inflacionista.

Según se desprende de lo dicho en páginas anteriores, la presión de la demanda en una economía que a mediados de 1973 completaba casi dos años de fuerte expansión, junto con las fuertes alzas registradas tanto en los precios de los productos agrícolas internos como en los de las

principales materias primas y alimentos de importación, fueron los principales factores desencadenantes de una aceleración del ritmo de inflación en 1973 que, al iniciarse el segundo semestre del año, resultaba ya claramente peligrosa y exigía una atención preferente por parte de las autoridades económicas. Dada la situación que ya había alcanzado la economía, las autoridades se enfrentaban con un dilema ya clásico: si trataban de cortar la inflación con energía, corrían el riesgo de precipitar una recesión de importancia, y si trataban de mantener el ritmo de actividad y suavizar en todo lo posible la inevitable desaceleración de la misma, corrían el riesgo de estimular la inflación o, al menos, de no contrarrestarla.

La tensión acumulada de la demanda era ya tan importante, las expectativas alcistas estaban ya tan consolidadas y la contribución moderadora que cabía esperar del resto del mundo era tan escasa, que solo una actuación enérgica y duradera de signo restrictivo sobre la demanda interna hubiera logrado afectar apreciablemente al proceso inflacionista, aunque sin evitar que los ritmos de alza de los precios fuesen considerables durante bastante tiempo. El coste social de tal operación parecía muy elevado, especialmente si se tenía en cuenta que la propia longitud del auge interior y la previsible recesión de la economía mundial señalaba la proximidad de una fase de desaceleración del ritmo de actividad. Era obvia, sin embargo, la imposibilidad de mantener una actitud pasiva ante el impulso que había adquirido el proceso inflacionista. Y así, la política económica inició una vía media, consistente en procurar desacelerar la inflación y combatir las expectativas inflacionistas sin dañar apreciablemente la inversión y las expectativas empresariales, señalándose unos objetivos de progresiva moderación del alza de los precios que habían de lograrse en los últimos meses de 1973 y a lo largo del año 1974.

En cuanto a la **política monetaria**, a partir del mes de enero, mes en el cual los activos líquidos del sistema bancario experimentaron un extraordinario aumento proporcionando al sistema crediticio enormes posibilidades de financiación, las autoridades monetarias centraron sus esfuerzos en reducir los excedentes de liquidez del sistema, con objeto de imponer una desaceleración de los ritmos de crecimiento de las disponibilidades líquidas, de la oferta monetaria y de la expansión del crédito. No obstante, las medidas de contención aplicadas no fueron suficientes para impedir que durante la primera parte del año se registraran ritmos de crecimiento de las variables monetarias que superaron de forma apreciable a los registrados en 1972, año en que su expansión fue ya excepcional (1). A partir de la segunda mitad del año, el Banco de España persistió de forma decidida en su política de drenaje de liquidez, consiguiendo situar el sistema bancario bajo su control y desacelerar los ritmos de expansión de las magnitudes monetarias; esta desaceleración fue, sin embargo, considerada insuficiente, a la vista de las importantes alzas del coste de la vida que se registraron en septiembre y octubre, de forma que, con objeto de deprimir las expectativas alcistas sobre la evolución de los precios, se impuso en el cuarto trimestre del año una más intensa reducción de la liquidez de la banca.

(1) Ver en los Capítulos siguientes el análisis de la evolución de las disponibilidades líquidas y el crédito.

La **política de importaciones** consistió en un conjunto de disposiciones orientadas a establecer un régimen de comercio más liberal y menos protector. Para un conjunto de productos se redujeron los derechos arancelarios, o se suprimieron temporalmente estos derechos y los gravámenes interiores compensatorios o se liberalizó o privatizó su comercio (véase más adelante el apartado del sector exterior). Es muy difícil apreciar la eficacia de estas medidas en la lucha contra la inflación. Seguramente sus efectos fueron limitados, si hay que atenerse a los resultados; no obstante, se dieron algunos pasos en el sentido de hacer más competitiva la economía y de asegurar un flujo más adecuado de importaciones. El hecho de que las circunstancias tanto interiores como internacionales no fuesen las más propicias para beneficiarse de modo inmediato de las medidas tomadas, no debe ocultar las ventajas de continuar avanzando por el camino emprendido.

Las agudas alzas del índice del coste de la vida y del índice de precios al por mayor que, a pesar de las medidas comentadas, se venían registrando durante el segundo trimestre del año, hicieron inevitable la adopción de medidas más drásticas para contener el proceso inflacionista, y estas medidas se encuadraron en los **programas anti-inflacionistas** adoptados en los meses de septiembre y noviembre. En el mes de septiembre (Consejo de Ministros del día 17) se elaboró un plan de lucha anti-inflacionista cuyo contenido consistió: primero, en una congelación de los precios de un conjunto de bienes y servicios vigentes hasta finales de año; segundo, en la creación de derechos ordenadores a la exportación para determinados productos, con objeto de regular las exportaciones de acuerdo con las tensiones en el mercado interior; en tercer lugar, en la activación de las disposiciones sobre liberalización de importaciones semejantes a las aplicadas en el transcurso del año, y, por último, en un mayor control y vigilancia administrativa del cumplimiento de las normas sobre precios. En los meses de septiembre y octubre las alzas registradas del coste de vida fueron muy importantes, por lo que en el Consejo de Ministros del 30 de noviembre se aprobó un Decreto-Ley sobre medidas coyunturales de política económica, que según declaraba la exposición de motivos, estaba encaminado a mantener el proceso de desarrollo en un clima de mayor estabilidad. En él pueden distinguirse dos tipos de acciones bien diferenciadas, aunque con inevitables concomitancias: por un lado, el Decreto-Ley incluía un plan anti-inflacionista basado en un control de precios y en una política de rentas; por otro lado, se instrumentaron un conjunto de disposiciones fiscales que suponían retoques de alguna consideración al sistema fiscal y tenían, además, un contenido coyuntural importante. En este apartado solo se analizarán las medidas contra la inflación y las disposiciones fiscales en la medida en que están relacionadas con aquéllas, bien sea a través de sus efectos distributivos de la renta o de su incidencia en la actividad a corto plazo (1).

El resumen esquemático del Decreto-Ley de los puntos que aquí interesan es el siguiente:

(1) Para el examen de las modificaciones del sistema fiscal, véase apartado del sector público.

1) *Política de precios.*

A partir de la publicación del Decreto-Ley (1 de diciembre) y hasta el 31 de diciembre de 1974, los artículos contenidos en una lista que se especificaba en dicho Decreto-Ley (y que incluía los más importantes artículos alimenticios, servicios y bienes industriales intermedios) quedaron sometidos al régimen de **precios autorizados** y de **vigilancia especial**. Para los artículos sometidos a régimen de precios autorizados, el Gobierno señaló precios fijos o máximos. Para los artículos sometidos a régimen de vigilancia especial, el Gobierno podía adoptar las medidas que considere pertinentes para evitar que los precios sobrepasen determinados niveles de incrementos. El Gobierno podía también fijar el margen de comercialización de cualquiera de los productos incluidos tanto en régimen de precios autorizados como en régimen de vigilancia especial. Hasta el 31 de diciembre de 1974, solo se admitían los aumentos de precios siguientes: 1) Para productos industriales y servicios, las alzas que obedecieran a elevaciones de costes de salarios o de materias primas; respecto de los costes salariales, no se permitiría repercutir en los precios subidas superiores al 14 por 100. 2) Los precios fijos o máximos de intervención de los productos agrarios regulados por la campaña no podrían aumentar en más de un 6,25 por 100 global y ponderado y los no regulados a través de normas de campaña deberían limitar sus alzas a un máximo del 6 por 100. 3) Las elevaciones de precios autorizados que excedieran del 3 por 100 anual habrían de ser aprobados en Consejo de Ministros. Con objeto de regular los precios, el Gobierno estaba capacitado para adoptar las siguientes medidas: 1) Autorización de importaciones. 2) Suspensión o limitación de exportaciones. 3) Modificación del régimen de comercio. 4) Modificación del régimen arancelario. 5) Constitución de «stocks». 6) Intervención directa respecto de bienes o empresas concretas. Se creó, como órgano de trabajo del Consejo de Ministros para la política de precios, **la Junta Superior de Precios**.

2) *Política de rentas.*

Se prohibía a las sociedades o empresas repartir, hasta finales de 1974, dividendos, participaciones o acciones liberadas o retribuciones de cualquier clase, superiores a la media de las distribuidas en los dos últimos ejercicios. Los Convenios Colectivos no podrían acordar alzas salariales superiores al alza del coste de vida, según índice del I. N. E., ni, en cualquier caso, alzas que supusieran una repercusión en precios superior al 5 por 100; los porcentajes de aumento salarial que se acordaran dentro de estas normas podrían ser proporcionalmente mayores para los salarios más bajos. Durante la vigencia de estas normas, el 50 por 100 de la cuota de la Seguridad Social correspondiente a trabajadores que perciban retribuciones menores de 150.000 pesetas anuales correría a cargo de las Empresas.

3) *Política fiscal.*

El tipo general del impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal se redujo del 14 al 12 por 100, y se mantuvo el del 9 por 100 para los contribuyentes con ingresos hasta 200.000 pesetas anuales. Se reintrodujo la desgravación fiscal a la inversión.

En consonancia con la prioridades explícitas de las autoridades económicas a que antes se hacía referencia, el Decreto-Ley resumido más arriba reconocía la imposibilidad de reducir drásticamente la tasa de inflación a corto plazo y, por consiguiente, las disposiciones en él contenidas tendían más a evitar una aceleración del ritmo de las alzas de precios que una reducción rápida e inmediata del mismo; por otro lado, dicho Decreto-Ley establecía como forma de apoyo al mantenimiento de la actividad, tanto el estímulo a la inversión a través de la desgravación fiscal (concentrándose el apoyo selectivamente a aquellos sectores que a lo largo de la fase de expansión había mostrado más limitaciones y estrangulamientos en la oferta y habían contribuido, por tanto, de forma destacada a la inflación) como el paliativo que la reducción del tipo de gravamen en el impuesto de trabajo personal supone respecto de la desaceleración del consumo esperable como consecuencia de la congelación de salarios; de esta manera se intentaba hacer compatible una evolución más estable de los precios con la conservación, en lo posible, del dinamismo de la economía. En cuanto a las medidas concretas adoptadas, éstas estaban primordialmente dirigidas a romper el círculo vicioso existente entre la evolución de los precios y la evolución de los salarios a través de una política de rentas, que se impuso fundamentalmente sobre los salarios, y de un control de precios de los bienes y servicios, extensivo a todos los niveles y todos los sectores; estas medidas sirvieron para liberar a la política monetaria del papel casi único que se le había asignado en los meses anteriores respecto de la contención de la inflación y este es uno de los aspectos favorables de las mismas, ya que el manejo de las variables monetarias resulta ser un instrumento insuficiente para controlar la inflación una vez que ésta se halla enraizada en el sistema, a menos que se imprima a la política anti-inflacionista un marcado carácter depresivo (1).

Los resultados que cabía esperar de las medidas anti-inflacionistas adoptadas en el mes de noviembre no podrían ser inmediatos, dada la importancia de los factores inflacionistas acumulados a lo largo de 1973. Sus objetivos habrían de lograrse, en medida fundamental, en un amplio plazo, que se prolongaría a lo largo del año 1974. Sin embargo, un nuevo elemento perturbador, de intensidad y dimensión sin precedentes, había de irrumpir bruscamente en la escena económica al concluir el año: la crisis del petróleo. Sus consecuencias para las economías de los países consumidores-importadores de crudos han sido ya expuestas con generalidad en el Capítulo I de este Informe: por una parte, introducía un nuevo e importante factor impulsor de las alzas de precios; por otra parte, aportaba elementos automáticos de recesión y enfrentaba a los empresarios con un panorama cargado de incertidumbre. Por ambas vías, la crisis del petróleo venía a perturbar gravemente los objetivos de la política económica española e imponía su replanteamiento, de cara a 1974, teniendo en cuenta los nuevos datos.

(1) Como se verá en el Capítulo III, a partir de mediados de diciembre, y una vez puesto en ejecución este plan de lucha contra la inflación, cambió la actitud de las autoridades respecto a la liquidez del sistema.

V. EL SECTOR PÚBLICO

Un análisis detallado del comportamiento del sector público en 1973 resulta imposible, pese al intenso esfuerzo desplegado por el Ministerio de Hacienda (1) en el terreno de la información. El presupuesto inicial del sector público para 1973 y las informaciones sobre la ejecución presupuestaria de algunos de sus componentes permiten, sin embargo, una primera aproximación analítica al comportamiento del sector público en 1973. Se examinarán, además, las modificaciones fiscales introducidas por el Decreto-Ley de 30 de noviembre, cuya significación excede de la meramente coyuntural.

V.1. El presupuesto en 1973.

El presupuesto inicial de las Administraciones Públicas para 1973 preveía un crecimiento del gasto presupuestario del 23,3 por 100 sobre las cifras iniciales del año anterior, que se reducía a un 19 por 100 si se calculaba sobre el gasto realizado en 1972; es decir, preveía una tasa de incremento del gasto más alta que la esperada del producto nacional para 1973. Tal crecimiento se debía básicamente al fuerte impulso del gasto a realizar por la Seguridad Social, cuyo aumento se cifraba en un 38,2 por 100, ya que se proyectaba que el de la Administración Central solo aumentase un 13,1 por 100. A la vista de los datos disponibles puede estimarse que las administraciones públicas habrán alcanzado en 1973 un crecimiento del gasto cercano al 23 por 100, ya que la Seguridad Social, uno de sus principales componentes, ha tenido un crecimiento del gasto muy superior al previsto. En efecto, los gastos de la Seguridad Social, según las primeras estimaciones, alcanzaron los 332.000 millones de pesetas, frente a los 298.000 millones previstos.

Como las cuentas de las administraciones públicas del año 1973 no han sido aún publicadas, es imposible realizar un estudio detallado del comportamiento de sus diversos agentes, por lo que solo se analizará la situación de la Administración Central.

- (1) Siguiendo el camino iniciado en años anteriores, el Ministerio de Hacienda ha elaborado y publicado las cuentas de las empresas públicas para los años 1966 al 1969 (ver apéndice estadístico) y tiene en curso de elaboración las de los años 1970 al 1972. Está elaborando, por vez primera, las cuentas de las entidades financieras públicas para los años 1966 al 1969. De continuar por este camino, pronto podrá disponerse de unas cuentas económicas del sector público, al realizarse ya la de sus tres componentes: administraciones públicas, empresas públicas y entidades financieras públicas. Sería por ello aconsejable que, una vez puestas al día las cuentas económicas del sector público, se acortasen los plazos de elaboración y publicación, lo que podría venir ayudado por una más amplia colaboración con el Ministerio de Hacienda de los diversos componentes del sector público español. Es por todo ello altamente elogiable que el Ministerio de Hacienda pudiera elaborar en 1973, y haya continuado en 1974, un presupuesto inicial consolidado del sector público, del que solo quedan excluidos, por su especial carácter, el de las entidades financieras públicas, así como el que, conjuntamente con el presupuesto del sector público para 1974, haya enviado a las Cortes, también por primera vez, la liquidación de los presupuestos de los organismos autónomos para 1972.

El presupuesto inicial de la Administración Central elaborado para 1973 intentaba no añadir nuevos impulsos alcistas a una situación en la que el sector privado pulsaba con mucha fuerza. La moderación presupuestaria se articulaba sobre una reducción importante del crecimiento de los gastos de inversión, manteniendo un crecimiento razonable de los gastos corrientes. Al mismo tiempo, se pretendía que el sector público ayudase a atenuar el ritmo de crecimiento de las magnitudes monetarias. La realización presupuestaria a lo largo del año muestra que pudieron conseguirse estos objetivos.

La contención en los pagos frente a un crecimiento mayor de los ingresos hizo que en 1973 el presupuesto de este año (medido en base a las operaciones no financieras) arrojarase un superávit moderado. En el cuadro II-14 puede verse cómo el superávit del presupuesto, de unos 16.300 millones de pesetas, se transformó en uno de 7.600 millones, si se tiene en cuenta el resto de las operaciones extrapresupuestarias. El déficit de las operaciones extrapresupuestarias (8.700 millones) se debe básicamente a una fuerte aceleración en los pagos por cuenta de las Corporaciones Locales, ya que las operaciones de Tesorería, al igual que el año anterior, aunque de forma más moderada, arrojan un superávit —9.700 millones de pesetas—.

CUADRO II-14

Ingresos y pagos de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
Operaciones no financieras (neto) (1+2+3)	— 27,9	0,8	7,6
1. Ingresos	354,4	411,3	494,1
Presupuesto (a)	340,2	398,7	477,7
Anexo	6,4	6,5	9,6
Por cuenta de las corporaciones locales	7,8	6,1	6,8
2. Pagos	— 382,9	— 427,8	— 496,2
Presupuesto (b)	— 356,7	— 406,1	— 461,4
Adicional.	— 11,3	—	—
Apéndice.	— 0,2	— 6,9	— 8,7
Anexo	— 7,1	— 5,7	— 7,5
Por cuenta de las corporaciones locales.	— 7,6	— 9,1	— 12,6
3. Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	0,6	17,3	9,7

(a) Excluidos los procedentes de variación de activos financieros y de variación de pasivos financieros. Para mayor detalle, véase cuadro II-15.
(b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y de deuda de organismos públicos cuya carga financiera se paga con cargo al Presupuesto. Para mayor detalle, véase cuadro II-17.
(c) Incluye también ajustes.
FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Los ingresos presupuestarios obtenidos por la Administración Central en 1973 (cuadro II-15) superaron a los previstos inicialmente. Los ingresos no financieros crecieron un 20 por 100 respecto de los del año anterior, tasa ligeramente superior a la del crecimiento del P. N. B. a pesetas corrientes. Los ingresos financieros, a causa de no haberse emitido deuda, disminu-

yeron fuertemente respecto del año anterior, pese a que los ingresos por variación de activos financieros crecieron fuertemente respecto de años anteriores, al venderse unos 4.000 millones de pesetas en acciones de empresas. El crecimiento de los ingresos no financieros se debió a un fuerte aumento en la recaudación impositiva, ya que los ingresos no impositivos disminuyeron respecto a los obtenidos en 1972; la mejora recaudatoria se produjo en los impuestos tanto directos como indirectos.

CUADRO II-15

Administración Central

Ingresos presupuestarios obtenidos

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas				Tasas de crecimiento (a)			
	1971	1972	1973	1974 (b)	1971	1972	1973	1974 (c)
Ingresos no financieros	340,2	398,7	477,7	550,4	13,0	17,2	19,8	15,2
Ingresos impositivos	283,7	337,3	422,3	484,1	10,8	18,9	25,2	14,6
Impuestos directos	98,7	117,6	147,5	172,9	20,4	19,1	25,4	17,2
Impuestos indirectos	185,0	219,7	274,8	311,2	6,3	18,7	25,1	13,2
Ingresos no impositivos	56,5	61,4	55,4	66,3	25,5	8,7	— 9,8	19,7
Tasas	32,3	37,7	30,2	37,6	43,5	16,7	— 19,9	34,5
Transferencias corrientes	8,7	9,0	10,2	13,4	1,2	3,4	13,3	31,4
Ingresos patrimoniales	15,4	14,3	14,5	14,3	12,4	— 7,1	1,4	— 1,4
Enajenación de inversiones reales	0,1	0,4	0,5	1,0	— 50,0	—	25,0	—
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	—
Ingresos financieros	23,9	20,0	6,2	1,3	—	— 16,3	—	—
Variación de activos financieros	0,8	1,0	5,0	1,1	14,3	25,0	—	—
Variación de pasivos financieros	23,1	19,0	1,2	0,2	—	— 17,7	—	—
TOTAL	364,0	418,7	483,9	551,7	19,7	15,0	15,5	14,0

(a) Sobre el mismo concepto del año anterior.
(b) Previsiones iniciales presupuestarias.
(c) Tasa de crecimiento de las previsiones para 1974 sobre los ingresos obtenidos en 1973.
FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Aun cuando el esfuerzo continuado del Ministerio de Hacienda por lograr una mejor estimación de las bases pueda explicar la mayor recaudación en los impuestos directos, no cabe duda que los elevados ritmos inflacionistas sufridos por la economía española en 1973, junto al crecimiento de las rentas monetarias, son también causa de su fuerte ritmo de incremento. Tanto los impuestos que gravan las rentas de las personas físicas como los que gravan las rentas de sociedades experimentan fuertes subidas recaudatorias (trabajo personal, 41 por 100; renta de las personas físicas, 23 por 100; renta de sociedades, 23 por 100). Solamente el impuesto industrial sigue manteniendo un ritmo de crecimiento poco elevado (5 por 100) y la contribución rústica acusa, de nuevo, un estancamiento. También los impuestos indirectos aumentaron fuertemente su recaudación (25,1 por 100), reflejando el elevado ritmo de actividad y las tensiones inflacionistas antes mencionadas.

La disminución de los ingresos no impositivos se debió a la caída en la recaudación por tasas, pues se redujo a la mitad lo obtenido el año anterior por tributos parafiscales.

En cuanto a los pagos presupuestarios (ver cuadro II-16), los créditos presupuestarios totales para 1973 alcanzaron los 587.000 millones de pesetas (474.000 de presupuesto inicial, 60.000 de ampliaciones en el año y 53.000 de resultas de ejercicios anteriores). Se pretendía con

CUADRO II-16

Administración Central

Ejecución presupuestaria (a)

	Cifras absolutas			Tasas de crecimiento		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973
Presupuesto total (d)	463,0	516,0	587,0	18,9	11,4	13,8
Gastos corrientes (b)	308,9	335,4	394,2	19,9	8,6	17,5
Gastos de inversión (c)	154,1	180,6	192,8	16,8	17,2	6,7
Gastos autorizados (e)	439,8	493,5	560,2	22,5	12,2	13,5
Gastos corrientes (b)	296,7	320,6	377,1	21,8	8,1	17,6
Gastos de inversión (c)	143,1	172,9	183,1	24,1	20,8	5,8
Gastos dispuestos (f)	437,8	481,2	559,5	22,4	9,7	16,3
Gastos corrientes (b)	296,5	320,3	377,0	21,8	8,0	17,7
Gastos de inversión (c)	141,3	160,9	182,5	23,8	13,9	13,4
Obligaciones contraídas (g)	391,7	445,8	511,7	9,7	13,3	14,8
Gastos corrientes (b)	276,0	297,7	357,0	12,5	7,9	19,9
Gastos de inversión (c)	115,7	148,1	154,7	3,6	28,0	4,5
Pagos ordenados	387,0	441,9	506,0	20,4	14,2	14,5
Gastos corrientes (b)	272,2	295,1	352,8	21,0	8,4	19,5
Gastos de inversión (c)	114,8	146,8	153,2	18,8	27,9	4,4

- (a) Comprende el presupuesto del año y las resultas de años anteriores. Excluidos los correspondientes al anexo, apéndice, adicional, por cuenta de las Corporaciones Locales y los de Tesorería.
- (b) Comprende sueldos y salarios, compra de bienes y servicios, intereses y transferencias corrientes.
- (c) Comprende los de capital (inversiones reales y transferencias de capital) y los financieros (variación de activos y variación de pasivos).
- (d) Presupuesto del año (inicial más ampliación en el mismo) más resultas de ejercicios anteriores.
- (e) Reservas de fondos que se realizan a petición de los Ministerios correspondientes.
- (f) Corresponde a la fase de contratación.
- (g) Se contrae la obligación de pago tras la aprobación de la obra ya entregada o de la recepción del bien o servicio correspondiente.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

ello que el crecimiento de los pagos fuese moderado y que el presupuesto jugase de nuevo un papel neutro en el proceso de expansión. Aun cuando las ampliaciones de créditos en el año supusieran casi el doble de las del año 1972, a causa del fuerte incremento en los créditos permanentes (incorporación al presupuesto de ciertos créditos del presupuesto anterior) y al aumento en los créditos ampliables y en los generados por ingresos, la disminución en las resultas respecto a años anteriores, debido a la menor duración del período de ampliación

del presupuesto del año anterior, compensó en parte este incremento, haciendo que los créditos presupuestarios totales aumentasen casi en un 14 por 100 (los créditos presupuestarios iniciales lo hacían también en igual proporción), tratando así de buscar una actuación presupuestaria moderada, que correspondía al crecimiento previsto del P. N. B. en términos monetarios.

Pero esta contención en el gasto presupuestario hubo de articularse básicamente sobre los gastos de inversión, que veían reducir fuertemente la tasa de crecimiento del año anterior. Si inicialmente el presupuesto preveía unos créditos para inversión superiores a los del año anterior en un 10 por 100, al añadirle las ampliaciones y las resultas por este concepto, los créditos para inversiones crecían un 6,5 por 100. Las autoridades, ante el fuerte ritmo de crecimiento de la inversión privada previsto, y sobre todo ante la necesidad ineludible de hacer frente a unos gastos corrientes (especialmente de personal) que se habían visto contenidos a un nivel muy bajo en los últimos años, decidieron reducir el ritmo de inversión pública en 1973, a diferencia de lo acaecido en 1972, en el que la inversión pública aumentó fuertemente. Si bien la decisión de las autoridades de disminuir la inversión, obligadas por la necesidad de aumentar los gastos corrientes, puede ser considerada como lógica dentro de un análisis muy a corto plazo, no lo es tanto a más largo plazo. Si, como parece obligado, no puede continuar la contención de los gastos corrientes, ello no debe llevar a una atenuación en el ritmo de crecimiento de la inversión pública sino, necesariamente, a un incremento a los ingresos que permita cubrir suficientemente ambos tipos de gastos.

Al igual que en años anteriores, las autoridades imprimieron gran agilidad a la ejecución presupuestaria y solamente parece notarse cierta pérdida de ritmo en la fase de obligaciones contraídas, y específicamente en las correspondientes a gastos de inversión, que puede venir explicada por cierta demora en la expedición de las certificaciones de obras públicas.

Dentro de los pagos realizados (cuadro II-17), última fase de la ejecución del gasto, los pagos no financieros crecieron un 17 por 100 frente al 13 por 100 previsto. Mientras los pagos por operaciones corrientes avanzaron un 19 por 100 (se preveía un crecimiento de alrededor del 15 por 100), los de capital lo hicieron en un 3 por 100 (crecimiento previsto, un 11 por 100 sobre las cifras iniciales de 1972 y un 7 por 100 sobre las efectivamente alcanzadas). Dentro de los pagos corrientes crecen fuertemente los de personal, a causa de las subidas de remuneraciones puestas en vigor para los funcionarios civiles y militares en 1973, y las transferencias corrientes, que, al igual que los de personal, aumentan sobre lo previsto inicialmente. Pese a todo, ha de destacarse que el ritmo de crecimiento de las transferencias está muy por debajo del de los años anteriores, lo que pone de manifiesto que el intento del Ministerio de Hacienda de reducir los niveles de subvenciones está empezando a dar resultados. El bajo ritmo de crecimiento de los pagos por operaciones de capital se debe al nulo crecimiento de las inversiones reales, ya que las transferencias de capital crecen alrededor del 5 por 100.

El análisis de la evolución de los pagos a lo largo del año (ver apéndice número 57) muestra una intensificación de su ritmo en el segundo semestre y, especialmente, en el último trimestre del año.

V.2. La política fiscal.

El Decreto-Ley de 30 de noviembre y el conjunto de disposiciones que lo desarrollaron han supuesto modificaciones de importancia en nuestro sistema fiscal. Aun cuando estas modificaciones venían justificadas por motivos coyunturales, tal como antes se dijo, su alcance va bastante más lejos. Las principales medidas han afectado a los tipos, bases y exenciones de

CUADRO II-17

Administración Central

Pagos realizados (a)

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas				Tasas de crecimiento (b)			
	1971	1972	1973	1974	1971	1972	1973	1974
				(c)				(d)
Pagos no financieros	356,7	406,1	467,4	538,7	20,4	14,3	16,8	15,8
Operaciones corrientes	258,1	284,0	338,8	387,6	20,7	10,0	19,3	14,4
Personal	140,1	158,2	191,2	216,3	13,2	12,9	20,9	13,4
Compra de bienes y servicios	24,0	27,3	30,9	36,6	13,2	13,7	13,2	18,4
Intereses	4,1	6,9	9,7	8,6	- 21,1	68,3	40,4	- 11,4
Transferencias corrientes	89,9	91,6	107,8	125,5	40,9	1,9	17,7	16,4
Operaciones de capital	98,5	123,7	126,9	151,1	19,5	25,6	2,6	19,0
Inversiones reales	57,0	59,7	60,0	70,6	28,7	4,7	0,5	17,6
Transferencias de capital	41,5	64,0	66,9	80,5	8,9	54,2	4,5	20,3
Pagos financieros	7,1	12,4	16,0	12,9	- 6,6	74,6	29,0	- 19,4
Variación de activos financieros	4,8	6,0	7,7	5,7	6,2	25,0	28,3	- 26,0
Variación de pasivos financieros	2,3	6,4	8,3	7,2	- 28,1	178,2	29,7	- 13,3
TOTAL	363,8	418,5	483,4	551,7	19,7	15,0	15,5	14,1

(a) Estimación de los pagos realizados, de acuerdo con una clasificación económica en base a las cifras de pagos ordenados. Se excluyen los pagos de las secciones anexo, apéndice y adicional. Incluye los pagos por resultados.
(b) Sobre igual concepto del año anterior.
(c) Previsiones iniciales presupuestarias.
(d) Tasa de crecimiento de los pagos previstos en 1974 sobre los realizados en 1973.
FUENTE: Ministerio de Hacienda.

algunos impuestos. En efecto, junto a la ya descrita reducción del 14 por 100 al 12 por 100 en el tipo del impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal y al mantenimiento temporal del tipo del 9 por 100 para los trabajadores con ingresos inferiores a 200.000 pesetas, las modificaciones más importantes han afectado al impuesto general sobre la renta de las personas físicas y, en menor medida, los impuestos industriales y de lujo.

Las modificaciones en el impuesto general sobre la renta de las personas físicas se han centrado en la reducción de los tipos impositivos, la introducción, como parte de la base imponi-

ble, de las plusvalías obtenidas por enajenación de activos mobiliarios e inmobiliarios en plazos superiores a uno o tres años respectivamente, la actualización de algunos signos externos y la ampliación de los obligados a declarar, junto a medidas menores, como el cambio de calendario de declaración, el establecimiento de multas más elevadas por no declaración y la concesión de una cierta amnistía fiscal.

En las tarifas del impuesto se ha operado una reducción al mismo tiempo que se ha atenuado su progresividad y se han alargado los escalones de renta a que corresponden los diversos tipos. Se ha producido una baja en las tarifas, respecto de la situación anterior, para escalones de renta inferiores a millón y medio de pesetas, mientras que para rentas superiores, al haberse alargado la escala, puede decirse que se han elevado los tipos ligeramente. En todo caso, el tope total de tributación se reduce, pues de ser un 50 por 100 de la base liquidable, será ahora del 40 por 100 de esa base, como máximo. La revisión de tarifas, que debiera llevarse a cabo periódicamente, venía impuesta por el crecimiento de las rentas monetarias.

La base del impuesto sobre la renta de las personas físicas se amplía en la medida en que se consideran objeto de gravamen por este impuesto las plusvalías obtenidas por enajenación de activos a plazos superiores a un año, en el caso de activos mobiliarios, y a más de tres años, en el caso de activos inmobiliarios. Como es sabido, las plusvalías con plazos inferiores a los antes fijados estaban ya sometidos a un gravamen por este impuesto (el contribuyente debía computarlas como un ingreso más, dentro de su base imponible, al realizar su declaración) al tipo que resultase del conjunto de los ingresos del contribuyente. En virtud de las nuevas medidas se gravan también las plusvalías a más largo plazo, aun cuando para ellas el tipo establecido es del 15 por 100 (gravamen proporcional); por cada año que transcurre desde la compra a partir del primero, en el caso de los activos mobiliarios, o del tercero, en el caso de los inmobiliarios, la base imponible se irá reduciendo en un 5 por 100. No serán objeto de gravamen las plusvalías obtenidas por enajenación de activos empresariales o de la vivienda propia del contribuyente, siempre que el importe de las enajenaciones que han puesto de manifiesto las plusvalías se reinviertan en bienes de la misma naturaleza y destino en plazos a determinar; las plusvalías que se reinviertan en valores mobiliarios, solo se computarán por la mitad de la cuantía. Las pérdidas derivadas de enajenaciones en plazos inferiores a uno o tres años (activos mobiliarios o inmobiliarios, respectivamente) desde la compra, podrán ser objeto de compensaciones con el resto de los ingresos obtenidos en el ejercicio en que se hayan producido. En cambio, las pérdidas derivadas de enajenaciones a plazos superiores a un año o tres años, pueden ser objeto de compensación solo con las plusvalías obtenidas en el mismo ejercicio (y no, por lo tanto, con la totalidad de los ingresos obtenidos).

Se ha ampliado también el número de personas obligadas a declarar, teniendo que hacerlo los socios de sociedades colectivas o comanditarias y los socios de las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que posean más del 10 por 100 del capital de la sociedad; los presidentes y vocales de sociedades anónimas; las personas que desempeñen funciones de dirección en cualquier sociedad; los empresarios (excluidos los agrícolas) y profesionales que tengan

fijada una cuota de licencia fiscal igual o superior a 5.000 pesetas en el impuesto industrial o de rendimientos del trabajo personal, respectivamente, y los empresarios agrícolas o propietarios de fincas urbanas que tengan señalada una base imponible, por contribución rústica o urbana, respectivamente, superior a 100.000 pesetas. Se crea así una tercera razón para los contribuyentes obligados a declarar: anteriormente había que hacerlo en función de los ingresos obtenidos (cuando se rebasasen los mínimos fijados) o de los bienes poseídos y ahora deberá hacerse si el contribuyente entra dentro de uno de esos diversos grupos.

Finalmente, y para terminar de describir los cambios en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, ha de hacerse referencia a la nueva valoración de los signos externos. Manteniéndose los mismos signos externos (cuya valoración no se había cambiado desde su establecimiento, salvo para automóvil y vivienda), se ha procedido a cambiar la valoración de algunos de ellos: vivienda, automóvil y embarcaciones a motor.

Las modificaciones en los otros impuestos, industrial y de lujo, son menos relevantes. En el impuesto industrial se sientan las bases para la posibilidad de elevación de la licencia fiscal, hasta un 50 por 100 más, de las actualmente vigentes y en el impuesto de lujo se eleva el mínimo exento de gravamen de las bebidas envasadas.

Otro conjunto de modificaciones muy importantes se refiere a la eliminación gradual de los sistemas de estimación objetiva global de las bases y el paso a sistemas de determinación directa. Así, en el impuesto sobre rendimientos del trabajo personal son sometidos a estimación directa todos los profesionales cuyos ingresos computables fijados en la última imputación fuesen superiores a 200.000 pesetas; en el impuesto industrial —cuota de beneficios— y en el impuesto de sociedades pasan a régimen de estimación directa aquellas entidades o personas cuyo volumen anual de operaciones sea superior a 50 millones de pesetas, así como en la contribución rústica pasan a estimación directa aquellas entidades cuya cuota fija supere las 400.000 pesetas. Dentro de los impuestos que funcionan en base a régimen de convenios, tráfico de empresas y lujo, se excluyen de este régimen las empresas que hayan tenido un volumen de operaciones superior a los 50 millones de pesetas. Después de estas modificaciones, el ámbito de los contribuyentes sometidos a sistemas de evaluación objetiva o convenio se reduce sustancialmente.

Otras modificaciones importantes derivadas del Decreto-Ley de referencia son la nueva puesta en vigor de la desgravación fiscal a la inversión —ya aplicada en 1972—, aunque esta vez los sectores que podrán acogerse a la desgravación son menores, y la nueva aplicación de la Ley de Regulación de Balances, en forma más beneficiosa todavía que en la ocasión anterior, ya que las plusvalías puestas de manifiesto no serán objeto de ningún tipo de gravamen y tanto los activos ocultos podrán incorporarse al balance como los pasivos ficticios podrán ser eliminados, sin que sean objeto de gravamen, estableciéndose como únicas restricciones que las plusvalías obtenidas no podrán ser traspasadas a la cuenta de capital o repartidas hasta que el Gobierno lo autorice y que las empresas que regularicen tendrán que adoptar el plan general contable establecido por el Ministerio de Hacienda.

Este conjunto de modificaciones señala un camino deseable de perfeccionamiento del sistema fiscal que conduce a una distribución más justa de las cargas tributarias, una mayor contribución automática del sistema fiscal a la estabilidad a corto plazo de la economía y unas mayores posibilidades de contribución del gasto público al desarrollo económico nacional, constreñida por la incapacidad que ha venido mostrando el sistema tributario para proporcionar unos ingresos capaces de seguir la evolución del gasto público deseable desde el punto de vista de la atención a las necesidades colectivas.

VI. SECTOR EXTERIOR: LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El fuerte ritmo de crecimiento de la economía en 1973, las tensiones inflacionistas internas y la revaluación de la peseta frente al resto de las monedas no modificaron sustancialmente el saldo excedentario de la balanza por cuenta corriente en este año. En 1971, año de relativo estancamiento de la economía, el superávit corriente obtenido fue de 59.900 millones de pesetas; en 1972, año ya de plena expansión, dicho superávit se redujo a 36.900 millones de pesetas; en 1973 se alcanzó un excedente de 32.300 millones, lo que supuso una disminución de 4.600 millones con respecto al año anterior. En 1972, el superávit de la balanza por cuenta corriente supuso un préstamo neto al extranjero equivalente al 1,2 por 100 del P. N. B.; en 1973, el superávit representó un 0,9 por 100 de dicha magnitud. La variación del saldo corriente fue la consecuencia de un empeoramiento acusado del déficit comercial y de una mejora compensatoria en los saldos de servicios y transferencias. Las importaciones y exportaciones de mercancías ascendieron en 1973 a 519.200 millones y 313.500 millones de pesetas, respectivamente, resultando un déficit comercial de 205.700 millones, que superó en 56.400 millones al de 1972 y casi duplicó el obtenido en 1971. El saldo positivo de la balanza de servicios pasó de 130.600 millones, en 1972, a 156.000 millones, en 1973, es decir, mejoró en 25.400 millones, explicándose tanto el saldo como la mejora en este año por los resultados del turismo, ya que el resto de los servicios, tanto en 1972 como en 1973, ofrecieron unos saldos negativos prácticamente iguales y de escasa importancia. La balanza de transferencias arrojó un saldo excedentario de 1973 de 82.000 millones, frente a los 55.800 millones de 1972. En ambos años, todos los movimientos correspondieron a las transferencias privadas (ver cuadro II-18).

VI.1. Importaciones (1).

Después de un relativo estancamiento de las cifras de importación durante los años 1970 y 1971, en 1972, coincidiendo con la recuperación de la economía, las importaciones iniciaron una fase de rápido crecimiento que se prolongó con bastante uniformidad durante 1973. El ritmo de crecimiento en este último año sobre 1972 fue del 28,3 por 100, cifra que supera lige-

(1) El análisis de este epígrafe, como el siguiente, dedicado a las exportaciones, se hace partir de las cifras sobre el comercio exterior de la Dirección General de Aduanas.

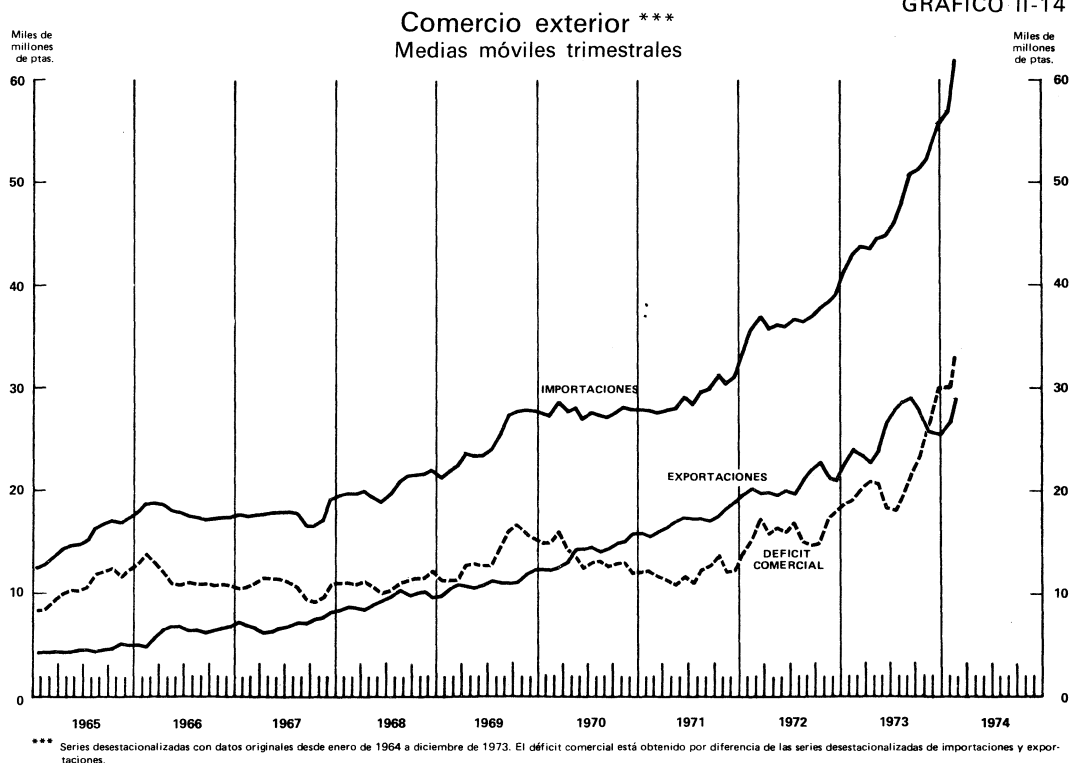
Balanza por cuenta corriente

Miles de millones de pesetas

	1971			1972			1973		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario	208,5	320,4	— 111,9	252,7	402,0	— 149,3	313,5	519,2	— 205,7
2. Servicios	208,1	90,0	118,1	240,7	110,4	130,3	300,3	144,3	156,0
Fletes, seguros y otros trans- portes.....	34,2	32,1	2,1	38,8	39,5	— 0,7	44,1	47,2	— 3,1
Fletes.....	8,0	19,5	— 11,5	9,5	22,9	— 13,4	12,3	29,5	— 17,2
Seguros.....	10,8	2,4	— 1,6	1,0	2,7	— 1,7	1,1	3,3	— 2,2
Pasajes.....	11,8	2,5	9,3	12,2	3,1	9,1	12,8	3,5	9,3
Otros transportes.....	13,6	7,7	5,9	16,1	10,9	5,2	17,9	10,9	7,0
Turismo y viajes.....	143,8	12,3	131,5	160,9	17,1	143,9	189,5	22,5	167,0
Rentas de inversión.....	7,6	18,0	— 10,4	10,6	21,9	— 11,3	19,9	24,8	— 4,9
Privadas.....	1,2	16,1	— 14,9	1,8	20,1	— 18,3	2,4	22,9	— 20,5
Públicas.....	6,4	1,9	— 4,5	8,8	1,8	7,0	17,5	1,9	15,6
Transacciones gubernamenta- les.....	4,9	4,9	—	5,8	5,4	0,4	4,0	7,7	— 3,7
Otros servicios.....	17,6	22,7	— 5,1	24,6	26,4	— 1,8	42,8	42,1	0,7
Seguros no comerciales....	1,9	2,4	— 0,5	2,7	2,9	— 0,2	3,4	3,6	— 0,2
Rentas de trabajo.....	0,5	—	0,5	2,0	—	2,0	1,9	—	1,9
Asistencia técnica.....	0,9	4,8	— 3,9	1,0	5,6	— 4,6	1,3	6,3	5,0
Royalties, cánones y marcas	0,3	6,1	— 5,8	0,3	7,2	— 6,9	0,3	8,9	— 8,6
Varios.....	14,0	9,4	4,6	18,6	10,7	7,9	35,9	23,3	12,6
3. Bienes y servicios (1 + 2)	416,6	410,4	6,2	493,4	512,1	— 19,0	613,8	663,5	49,7
4. Transferencias	56,6	2,9	53,7	61,3	5,4	55,9	89,6	7,6	82,0
Privadas.....	56,6	2,6	54,0	61,3	4,8	56,5	89,6	7,1	82,5
Remesas de emigrantes....	38,5	0,2	38,3	38,6	—	38,6	53,0	0,1	52,9
Otras transferencias priva- das.....	18,1	2,4	15,7	22,7	4,8	17,9	36,6	7,0	29,6
Públicas.....	—	0,3	— 0,3	—	0,6	— 0,6	—	0,5	— 0,5
5. Total cuenta corriente (3 + 4)	473,2	413,3	59,9	553,7	517,5	36,9	703,4	671,1	32,3

FUENTE: Ministerio de Comercio.

GRAFICO II-14



ramente el incremento del 25,9 por 100 en 1972 sobre 1971 (ver gráfico II-14). La aportación de recursos reales que las importaciones supusieron resulta difícil de valorar a partir de las cifras monetarias, ya que aparte de los intensos movimientos de precios en todas las economías y en los mercados internacionales, las continuas modificaciones del tipo de cambio de la peseta frente al valor de las monedas alteraron el contenido real de las importaciones de una misma cantidad expresada en pesetas; sin embargo, parece razonable suponer que pese a la revaluación media de la peseta en 1973 sobre 1972, con relación al resto de las monedas, los aumentos de precios de las importaciones explican en 1973 una buena parte del aumento experimentado por las mismas en valor y que, en términos reales, la tasa de crecimiento de las importaciones se situó en 1973 ligeramente por debajo de 1972; en apoyo de esta hipótesis se pueden utilizar los datos del cuadro II-19, en el que se expresan los porcentajes de variación en tonelaje y valor de las importaciones de un grupo de bienes con cierta homogeneidad, completado con los que proporciona el cuadro II-3, referente a los productos agrícolas; ambos cuadros indican que el impacto de las alzas de precios en 1973 debió de ser muy irregular y cuantitativamente importante, puesto que casi todos los productos incluidos mostraron incrementos de valor considerablemente mayores (o decrementos considerablemente menores) que los registrados en tonelaje; asimismo es apreciable que la intensidad de las alzas de precios en 1973 fue considerablemente mayor que la registrada en 1972. Esta interpretación sería, por otra parte, coherente con la relación que ha existido en el pasado entre la evolución

Importaciones

	Valores en 1973		Tasas de crecimiento			
	Volumen Miles Tm.	Mill. pts.	1972/71		1973/72	
			s/vol.	s/pts.	s/Tm.	s/pts.
Cuero sin curtir	79	6.600	53,1	96,7	— 36,3	— 4,0
Algodón	99	4.680	25,0	30,4	4,2	— 7,6
Mineral de hierro	5.116	4.981	27,7	19,9	23,4	11,1
Chatarra	2.012	8.413	32,1	20,3	10,2	57,8
Petróleo crudo	41.356	61.846	10,4	12,6	6,7	18,2
Abonos artificiales	317	1.088	13,1	21,8	— 12,7	— 5,3
Papel y cartón	263	4.716	40,6	38,2	6,9	16,5
Vidrio	33	1.428	40,0	32,0	17,9	34,8
Cobre	67	6.514	2,0	— 4,0	34,0	59,0
Aluminio	35	1.819	11,4	15,6	— 10,3	0,8

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

de las importaciones y la evolución del producto, y tendría en cuenta las particularidades del crecimiento de la economía en 1972 y 1973; en efecto, aunque en este último año el crecimiento del producto interior alcanzó el mismo ritmo que en 1972, fue menor la expansión de los sectores secundario y terciario, determinantes en gran medida de las importaciones. Por otra parte, como factores que favorecieron autónomamente el crecimiento de las importaciones, en términos reales, en 1973 se podría citar la mayor inestabilidad de precios en la economía, el mayor desequilibrio entre recursos y demanda y la revaluación de la peseta, así como la política de estímulo a la importación iniciada por el Gobierno en 1972 y proseguida en 1973, a través de la cual se pretendió suplementar la oferta interior y moderar las tensiones inflacionistas (1).

- (1) Esta política de estímulo selectivo a aquellas importaciones que pudieran contribuir a moderar las alzas internas de precios, se instrumentó a través de tres tipos de medidas: 1) Privatización de las importaciones de ciertos productos alimenticios: por Decreto de 23 de noviembre de 1972 pasaron de régimen de Comercio de Estado a régimen de importación privada un conjunto de productos agrarios pertenecientes a los capítulos de animales vivos, carnes, pescados, leche y productos lácteos, legumbres, frutas, café, té, cereales, productos de molinería, semillas oleaginosas, manteca y sebo y aceites vegetales; esta medida no habrá hecho sentir sus efectos, sin embargo, sobre el volumen de importaciones registradas en 1973, puesto que su aplicación quedaba supeditada, según el Decreto citado, a la elaboración por el Ministerio de Comercio de los oportunos Reglamentos por grupos de productos y hasta el 31 de diciembre de 1973 solo se había publicado el correspondiente a algunas frutas (Orden de 15 de septiembre de 1973, que afecta a manzanas, peras y membrillos). 2) Liberalización de importaciones de un conjunto de productos industriales: en virtud de dos resoluciones de la Dirección General de Política Arancelaria e Importación, emitidas en cumplimiento de los acuerdos de los Consejos de Ministros de 27 de octubre de 1972 y 1 de junio de 1973, pasaron

En el cuadro II-20 se recogen las importaciones desglosadas por **grupos de productos**, con los porcentajes de crecimiento en los últimos años y la composición porcentual. En 1973, los grupos que crecieron más que la media fueron las manufacturas de consumo (40,8 por 100), los productos agrícolas (33,7 por 100) y la maquinaria y el material de transporte, tanto si se incluyen como si se excluyen las aeronaves. Las importaciones agrícolas fueron, por tanto,

CUADRO II-20

Importaciones por grupos de productos

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasa de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Productos agrícolas.....	98.618,4	16,9	18,3	33,7	17,9	16,9	17,6
Productos minerales.....	91.594,7	25,6	13,5	16,6	19,9	17,9	16,3
Productos químicos.....	69.165,5	5,9	25,7	26,4	12,5	12,5	12,3
Productos siderometalúrgicos.....	33.086,3	— 31,5	22,1	23,2	6,3	6,1	5,9
Maquinaria y material de trans- porte.....	136.620,5	4,1	30,3	31,2	23,0	23,8	24,3
Aeronaves.....	11.701,9	— 79,2	—	43,6	0,4	1,9	2,1
Manufacturas de consumo.....	23.621,4	6,8	43,9	40,8	3,4	3,8	4,2
Resto.....	97.134,6	0,9	29,8	30,2	16,6	17,1	17,3
TOTAL.....	561.543,3	4,5	25,9	28,3	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

uno de los grupos más dinámicos del conjunto de las importaciones en términos monetarios, lo que contrasta con el más modesto crecimiento de los dos años anteriores. No obstante, conviene no olvidar que los precios incidieron con especial intensidad en los productos agrícolas (1). A un nivel mayor de desagregación entre estos bienes, las partidas que registraron mayores incrementos (en tonelaje y valor) son el maíz y los productos destinados a la alimentación de animales, mientras que se observaron disminuciones importantes en el volumen importado de productos lácteos, semillas y frutos oleaginosos y carne. Entre los grupos que cre-

a régimen liberado más de la mitad de las 162 posiciones arancelarias de productos industriales aún no liberados, posiciones cuya importación supuso el 2,25 por 100 del total de importaciones en 1972. 3) Reducciones arancelarias: una numerosa serie de Decretos y Ordenes aparecidos durante el segundo semestre de 1972 y a lo largo de 1973 establecen suspensiones temporales y reducciones parciales de los derechos arancelarios y derechos compensatorios de gravámenes interiores a una amplia gama de productos, así como una considerable ampliación de la Lista-apéndice de bienes de equipo a los que se aplica un arancel reducido. De entre estas disposiciones conviene destacar, por su carácter general, el Decreto de 7 de junio sobre reducciones arancelarias.

(1) Ver el apartado correspondiente al Sector agrario en el apartado de Producción y empleo.

cieron menos que la media global destacan los productos químicos, con un aumento del 26,4 por 100; los productos siderúrgicos, con un 23,2 por 100, y los productos minerales, con un 16,6 por 100. Este último epígrafe incluye las importaciones de crudos de petróleo, que aumentaron en 1973 en un 6,7 por 100 en tonelaje, al pasar las importaciones de 38,8 millones de toneladas, en 1972, a 41,4 millones de toneladas, en 1973, mientras que el incremento en valor, que fue del 18,2 por 100, refleja las alzas de precios que se produjeron sobre todo en los meses finales del año (1). La composición de las importaciones por grupos de productos se mantuvo en 1973 bastante semejante a la de los últimos años. Las importaciones de maquinaria y material de transporte son las más importantes cuantitativamente, representando algo más de la cuarta parte del total. En los últimos dos años aumentó ligeramente su participación, como consecuencia del impulso de la inversión. Los bienes de equipo, junto con los productos agrícolas y los productos minerales, suponen alrededor del 60 por 100 de las importaciones y aproximadamente cada uno de estos dos últimos grupos, un 17 por 100. La participación de las manufacturas de consumo, a pesar de su rápido crecimiento en los dos últimos años, no alcanza todavía el 5 por 100.

CUADRO II-21

Importaciones por zonas geográficas

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasas de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Europa	299.466,5	8,0	31,0	29,1	51,0	53,0	53,3
Alemania	76.565,0	0,5	27,5	42,4	12,1	12,3	13,6
Francia	47.659,9	3,0	23,8	36,8	9,8	9,7	10,3
Italia	33.832,2	9,9	44,2	23,5	5,5	6,3	6,0
Países Bajos	18.157,8	6,0	26,2	46,8	2,8	2,8	3,2
Gran Bretaña	35.679,3	16,0	24,2	5,2	7,9	7,7	6,4
Bélgica	13.439,0	9,7	21,7	30,2	2,4	2,4	2,4
Resto Europa	64.133,3	16,2	43,4	23,7	10,7	11,8	11,4
América	141.925,0	— 7,2	17,8	30,2	26,6	24,9	25,3
E.E.U.U.	90.540,0	— 13,9	28,4	30,5	15,5	15,9	16,1
Resto América	51.385,0	4,2	2,9	29,5	11,1	9,0	9,2
Asia	76.402,2	19,8	22,5	38,8	12,9	12,6	13,6
Africa	39.463,6	7,3	23,7	2,3	9,0	8,8	7,0
Resto	4.286,0	— 15,0	77,1	41,2	0,5	0,7	0,8
TOTAL	561.543,3	4,5	25,9	28,3	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

El cuadro II-21 muestra la composición y los ritmos de crecimiento en los últimos años de las importaciones **por países y por zonas geográficas**. Las importaciones procedentes de

(1) El crecimiento de las importaciones de crudos en el período enero-septiembre de 1973 sobre el mismo período de 1972 fue del 11,9 por 100 en tonelaje, y prácticamente la misma tasa, 12,7 por 100, en valor.

Europa aumentaron en 1973 respecto de 1972 a un ritmo del 29,1 por 100, muy próximo a la tasa del 30,5 por 100 experimentada por las importaciones procedentes de Estados Unidos. Se registraron aumentos considerables de las importaciones procedentes de los Países Bajos, 46,8 por 100; de Alemania, 42,4 por 100, y de Francia, 36,3 por 100, mientras que las de Inglaterra solo aumentaron en un 5,2 por 100. No parece que en 1973 la distribución geográfica de las importaciones se viese afectado por la evolución de la peseta frente a cada una de las principales monedas en 1972 y 1973, ya que la revaluación media de la peseta con respecto al dólar en 1972 sobre 1971 de un 7,5 por 100 y de un 10,6 por 100 en 1973 sobre 1972, podría explicar el fuerte crecimiento de las importaciones de origen estadounidense, pero por la devaluación de la peseta frente al resto de las monedas del Mercado Común Europeo (ligera devaluación en 1973) y, más concretamente, por la devaluación experimentada por la peseta frente al marco alemán y el florín holandés, hubiese cabido esperar un crecimiento mucho más moderado de las importaciones provenientes de Europa o de estos países. Todo hace pensar que, por lo menos a corto plazo, la elasticidad demanda-precio de las importaciones es bastante baja.

VI.2. Exportaciones.

El fuerte crecimiento de las exportaciones durante 1973 resultó algo inesperado, si se tiene en cuenta el ritmo al que la economía creció en los dos últimos años y si se compara con el incremento del 19,2 por 100 registrado en 1972. Hay que remontarse al año 1970, año de recesión relativa para la economía española, para encontrar un porcentaje de incremento de las exportaciones que supere al registrado en 1973; en dicho año 1970, un crecimiento moderado del 6 por 100 del P. N. B. en pesetas constantes fue acompañado de un crecimiento del 25,6 por 100 de las exportaciones, mientras que en 1973 un crecimiento del 7,8 por 100 coexistió con un incremento de aquéllas del 23,4 por 100. Las exportaciones, pues, no parecieron reflejar a nivel agregado el crecimiento más lento que hubiese cabido esperar, como consecuencia de la coyuntura alcista de los dos últimos años; sin embargo, debe tenerse en cuenta que la tasa de crecimiento lograda en 1973 pondera un incremento de las exportaciones agrícolas del 29,9 por 100 y un crecimiento del 21,1 por 100 de los productos no agrícolas. Esta última tasa sí que supone una desaceleración con respecto a los aumentos del 31,5 por 100 y 24,4 por 100 conseguidos en 1971 y 1972, respectivamente, para los mismos productos, y responde tanto a la desviación voluntaria de la producción interna para cubrir una demanda interior creciente como a la desviación obligatoria impuesta por las autoridades al prohibir la exportación de algunos productos, con objeto de garantizar el suministro interior y mitigar las tensiones inflacionistas. En general, las exportaciones se beneficiaron en 1973 del alto nivel de actividad en la economía mundial y del desarrollo del comercio internacional, y no en menor medida de un crecimiento elevado de los precios. En el gráfico II-14 puede observarse el perfil temporal de las cifras de exportación debidamente suavizadas y desestacionalizadas, siendo de destacar en 1973 el empuje que mostraron en los primeros meses del año y durante los meses de verano, explicado en buena medida por la evolución de las explotaciones agrícolas.

En el cuadro II-22 se recogen los resultados de la exportación **por grupos de productos**. El crecimiento de las exportaciones agrícolas en 1973 se debió (1), por un lado, a las excelentes cosechas obtenidas en algunos productos y a la fuerte demanda exterior existente de los mismos, y por otro lado, a las elevaciones que experimentaron los precios de los productos agrícolas en los mercados exteriores. Entre todos los productos agrarios, destacó el crecimiento espectacular de la exportación de aceite (64,1 por 100 en cantidad), que se benefició de los altos precios alcanzados por los productos oleaginosos en los mercados mundiales a partir del segundo trimestre de 1973 (el crecimiento en valor fue del 123 por 100). Las exportaciones de aceite explican casi por sí solas los aumentos registrados en las exportaciones agrícolas en los meses de verano. Considerando las exportaciones no agrícolas, los hechos más destacados son el fuerte crecimiento de los productos minerales (44 por 100), de la maquinaria y material de transporte (35 por 100) y de los productos siderúrgicos (38 por 100), mientras que las ma-

CUADRO II-22

Exportaciones por grupos de productos

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasa de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Productos agrícolas	90.584,6	8,0	8,0	29,2	31,6	28,6	29,9
Productos minerales	18.716,8	1,1	1,3	44,0	6,2	5,3	6,2
Productos siderometalúrgicos. .	23.716,8	90,1	45,9	37,7	5,7	7,0	7,8
Maquinaria y material de trans- porte	48.858,9	38,1	20,4	34,8	16,0	14,8	16,1
Buques.	16.091,4	20,7	58,6	— 3,4	5,1	6,8	5,3
Manufacturas de consumo	46.213,1	42,8	38,7	6,0	15,3	17,8	15,4
Resto	58.488,2	23,1	17,1	20,8	20,1	19,7	19,3
TOTAL	302.669,8	23,1	19,2	23,4	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

nufacturas de consumo tan solo aumentaron en un 6 por 100 y se produjo un descenso del 3 por 100 en la exportación de buques. El elevado porcentaje de aumento correspondiente a los productos minerales reflejó fundamentalmente el aumento en valor de las exportaciones de productos derivados del petróleo, que experimentaron un crecimiento del 61,7 por 100 en valor, aunque solo del 2,9 por 100 en tonelaje, respecto de 1972; estos productos se beneficiaron del fuerte incremento de demanda y precios mundiales que se produjo antes del estallido del conflicto bélico árabe-israelí, a raíz del cual se tomaron medidas que limitaron severamente su exportación. El aumento registrado por las exportaciones de maquinaria y material de transportes refleja un fuerte crecimiento de los correspondientes a material de trans-

(1) Ver en el apartado de Producción y empleo el análisis sobre el sector agrario.

porte terrestre, que continuó su tónica expansiva de los últimos años y un crecimiento más moderado, del 22,3 por 100, en las exportaciones de maquinaria; estas exportaciones crecieron en 1973 a un ritmo considerablemente mayor del conseguido en años anteriores, reflejando el gran dinamismo del sector de maquinaria eléctrica. Las exportaciones de manufacturas de consumo, después de registrar tasas de crecimiento más elevadas que ningún otro grupo de productos en 1971 y 1972, crecieron muy modestamente en 1973, a consecuencia, fundamentalmente, de las dificultades por las que atraviesan las industrias exportadoras textil y del calzado. Estas dificultades tuvieron su origen, aparte de algunos problemas estructurales, en las restricciones de suministro y elevación de los precios de las materias primas empleadas por estas industrias y en la revaluación experimentada por la peseta respecto del resto de las monedas en los dos últimos años. La situación fue especialmente delicada en el caso de la industria del calzado, por ser un sector muy dependiente de las exportaciones y concentrarse sus ventas en Estados Unidos. La revaluación de la peseta frente al dólar en 1972 y 1973 favoreció las exportaciones de los países competidores, especialmente Italia y Brasil, y perjudicó las ventas de las empresas españolas, creándose una situación de crisis en el sector.

La evolución reseñada de las exportaciones por grupos de productos en el año introdujo variaciones en la tendencia que venía observándose en la composición de las mismas. Según se observa en el cuadro II-22, los años anteriores a 1973 mostraron una tendencia a la disminución del peso de las exportaciones agrícolas sobre el total y una tendencia al aumento en las exportaciones de productos industriales tanto de producción como de consumo. El considerable aumento experimentado por las exportaciones agrícolas y la débil expansión de las manufacturas de consumo durante 1973 ha detenido provisionalmente esta tendencia.

El cuadro II-23, sobre el destino de las exportaciones por países y zonas geográficas, muestra que, como ocurrió en años anteriores, Europa y los Estados Unidos absorbieron en 1973 alrededor del 75 por 100 del total de nuestras exportaciones y que alrededor del 40 por 100 de las mismas se concentraron en solo tres países: Alemania, Francia y Estados Unidos, que son, al mismo tiempo, nuestros clientes más importantes y nuestros más importantes proveedores. Dentro de esta estructura general, en el año 1973 se produjeron fuertes aumentos respecto de 1972 en el volumen de las exportaciones con destino a los países europeos y especialmente a Francia, Italia, Países Bajos y Bélgica, lo cual elevó el porcentaje sobre el total de exportaciones correspondiente a Europa del 58,8 por 100, en 1972, al 60,8 por 100, en 1973. Las exportaciones a los Estados Unidos experimentaron, por el contrario, un aumento muy débil, comparado con los de años anteriores (33,8 por 100, en 1971; 26,8 por 100, en 1972, y 4,7 por 100, en 1973), con lo que su porcentaje respecto del total se redujo considerablemente (del 16,3 por 100, en 1972, al 13,8 por 100, en 1973), interrumpiéndose así la tendencia creciente que dicho porcentaje venía mostrando en años anteriores. Esta evolución es en parte reflejo de la variación relativa del tipo de cambio de nuestra moneda respecto de ambas zonas geográficas, puesto que a lo largo de los dos últimos años la peseta se devaluó ligeramente respecto del conjunto de las más importantes monedas europeas, mientras que se revaluó considerablemente, como anteriormente se señaló, respecto del dólar; el fuerte peso que las exportaciones agrícolas tuvieron sobre el

Exportaciones por zonas geográficas

Millones de pesetas

	Valores en 1973	Tasas de crecimiento			Composición porcentual		
		1971/70	1972/71	1973/72	1971	1972	1973
Europa	183.942,0	22,3	18,4	27,5	59,3	58,8	60,8
Alemania	35.585,5	27,1	14,5	23,9	12,2	11,7	11,8
Francia	38.710,8	28,9	29,8	33,9	10,8	11,8	12,8
Italia	26.088,5	27,5	— 13,1	32,3	6,8	5,0	5,3
Países Bajos	18.457,0	16,3	11,6	62,5	5,0	4,6	6,1
Gran Bretaña	24.325,3	17,9	18,6	18,1	8,4	8,4	8,0
Bélgica	7.927,0	35,0	20,0	36,1	2,4	2,4	2,6
Resto Europa	42.836,9	14,6	30,3	16,7	13,7	14,9	14,2
América	72.045,4	24,9	13,5	6,5	29,0	27,6	23,8
E.E.U.U.	41.887,5	33,8	26,8	4,7	15,3	16,3	13,8
Resto América	30.157,9	16,2	— 1,5	9,2	13,7	11,3	10,0
Asia	16.775,5	89,9	39,9	34,2	4,3	5,1	5,5
Africa	26.615,8	— 1,8	43,0	47,1	6,2	7,4	8,8
Resto	3.291,1	19,5	6,0	21,8	1,2	1,1	1,1
TOTAL	302.669,8	23,1	19,2	23,4	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

total de 1973 contribuyó también a acentuar el peso de Europa entre las zonas geográficas, ya que, en su mayor parte, las exportaciones agrarias van destinadas a los países europeos.

VI.3. La balanza de servicios y transferencias.

Los ingresos por servicios experimentaron en 1973 un aumento del 24,8 por 100 con respecto a 1972, siendo muy desigual la evolución de cada una de las partidas que los componen. El incremento más alto correspondió a las rentas de inversión, que aumentaron en un 88 por 100 en 1973 sobre 1972; esta partida recoge fundamentalmente las rentas obtenidas de las reservas de divisas, cuyo aumento a lo largo de 1973, así como la elevación de los tipos de interés en los mercados internacionales, explican el incremento registrado. Los ingresos por turismo, que suponen el 63 por 100 de los ingresos totales de servicios, crecieron en 1973 en un 18 por 100. Es de destacar que así como en 1972 un aumento del 13 por 100 en los ingresos obtenidos por turismo vino acompañado de un aumento del 22 por 100 en el número de extranjeros y españoles residentes en el extranjero entrados en el país durante el año, el 18 por 100 citado para 1973 coexistió con un aumento de entradas de solo el 6 por 100; este hecho, junto con la fuerte inflación registrada en la economía española a lo largo de 1973, indica que una buena parte de la elevación registrada en los ingresos por turismo puede deberse a causas preferentemente monetarias y señala como causa de aumento relativamente modesto de entradas registrado en 1973, además de una cierta saturación, la posible pérdida de competi-

vidad de la industria turística española en relación con la de zonas competidoras; hay que destacar en este sentido que dicha pérdida de competitividad, consecuencia en parte del proceso inflacionista en marcha, resulta peligrosa para un sector que, por un lado, ve su rentabilidad amenazada al tener que enfrentarse con demandantes institucionales (las agencias de viajes extranjeras) que gozan con frecuencia de posiciones de fuerza contractual cercanas al monopsonio y un sector que, por otro lado, cuenta con un índice muy bajo de ocupación de su capacidad instalada (1), con lo que se exacerba la competencia interna. Los ingresos por fletes, seguros y transportes aumentaron en un 14 por 100, mientras que disminuyeron en un 31 por 100 los ingresos por transacciones gubernamentales. Para el resto de los servicios se produjo un extraordinario crecimiento del 74 por 100 en los ingresos, aunque en valores absolutos éstos solo representan el 14 por 100 del total.

En cuanto a los pagos por servicios, crecieron en un 31 por 100 en 1973 sobre 1972. Los pagos por turismo y viajes aumentaron en un 32 por 100, sin que todavía supongan una cantidad importante, a pesar del crecimiento acusado de los últimos años; con relación a los ingresos por el mismo concepto, los pagos solo representan el 20 por 100. Los fletes, seguros y transportes aumentaron en el 20 por 100, igual que las transacciones gubernamentales. El resto de los servicios creció a la elevada tasa del 59 por 100, entre ellos, las partidas más importantes, los pagos por asistencia técnica y los pagos por royalties, aumentaron un 13 por 100 y un 24 por 100, respectivamente.

En cuanto a las **transferencias**, el saldo positivo registrado por este concepto, que ascendió en 1973 a 82.000 millones de pesetas, se explica casi totalmente por el comportamiento de los ingresos, dada la escasa importancia cuantitativa de los pagos efectuados (ver cuadro II-18), constituyendo, a su vez, las remesas de emigrantes la partida más importante de dichos ingresos. Las remesas de emigrantes experimentaron en 1973 un aumento considerable —del 37 por 100— respecto de 1972, año en el que aumentaron solamente en un 0,5 por 100 respecto de 1971. Hay dos razones, sin embargo, que inducen a pensar que dicho aumento incluye un componente de precios de gran importancia; en efecto, la cifra de emigración asistida ha mostrado de 1971 a 1973 una tendencial ligeramente descendente (2) y, por otra parte, la peseta experimentó a lo largo de 1973 una devaluación del 12 por 100 frente al marco alemán, del 3,2 por 100 frente al franco francés y del 11 por 100 frente al franco suizo, siendo estos tres países los que proporcionan conjuntamente (y contribuyendo en partes de cuantía semejante) alrededor del 70 por 100 de nuestros ingresos por remesas. Parece razonable pensar que también una parte del aumento del 61 por 100 en los ingresos por «Otras transferencias privadas» refleja esta variación de la posición relativa de la peseta, ya que las transferencias de **capital** de los emigrantes constituyen un componente importante de dicha partida.

(1) El índice de ocupación media anual de las camas disponibles en establecimientos hoteleros osciló de 1969 a 1973 entre el 45 y 55 por 100, no alcanzando dicho índice el 75 por 100 de la capacidad ni siquiera en los meses de julio y agosto de dichos años.

(2) El número de personas que emigraron con asistencia fue de 113.000, en 1971; de 110.000, en 1972, y de 101.000, en 1973.

CAPITULO III

LA POLITICA MONETARIA

1. Objetivos de la política monetaria y evolución de las disponibilidades líquidas.

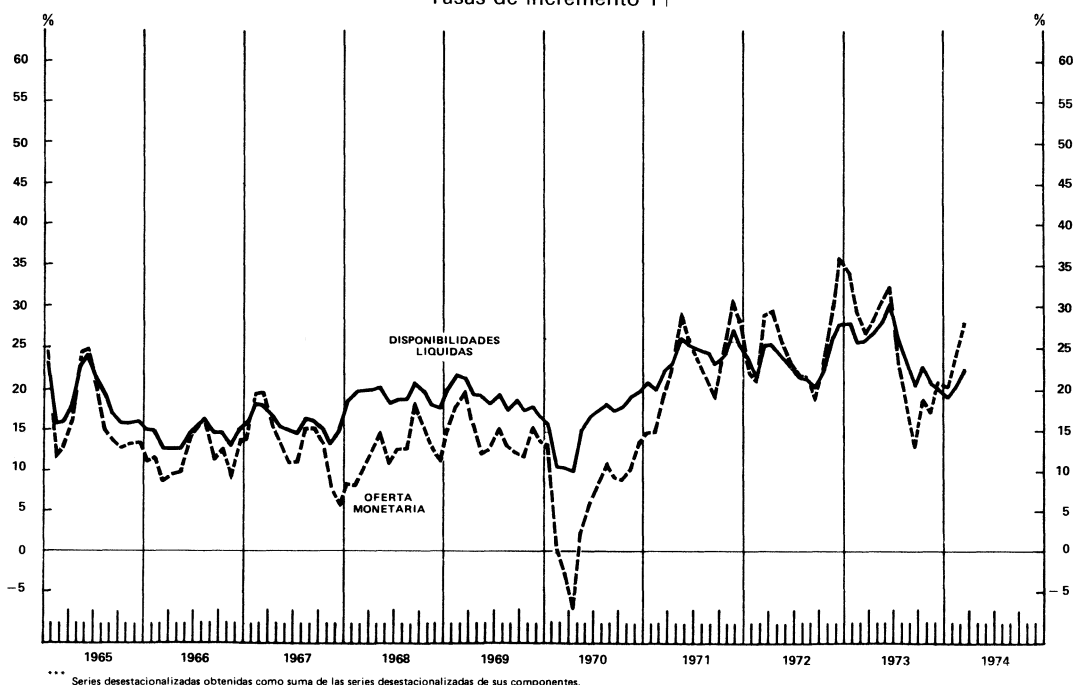
Como ya se ha comentado repetidamente en los últimos Informes del Banco de España, los objetivos de la política monetaria hoy proseguida por las autoridades monetarias españolas se centran en conseguir un determinado ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas (efectivo más depósitos de toda clase en poder del público). Ese planteamiento no pretende, por supuesto, negar la relevancia de otras dos magnitudes cruciales: la financiación bancaria al sector privado de la economía y los tipos de interés, pero sí supone relegar estas variables a un papel secundario. En efecto, dadas las estrechas relaciones de dependencia que existen entre disponibilidades líquidas, financiación al sector privado y tipos de interés, es prácticamente imposible señalar objetivos independientes para cada una de esas variables. La primera implicación de ello es que, sea cual sea la importancia que se asigne a cada una de esas variables, el control de todas ellas tiene que discurrir a través de la manipulación directa por las autoridades de una sola y la determinación indirecta de las otras dos. A este respecto, la solución española, que coincide con la de una mayoría de países, consiste en ejercer el control sobre las disponibilidades líquidas. Todas las reformas de los últimos años en el instrumental de la política monetaria han ido, en efecto, en la dirección de permitir y mejorar el control de esa variable. Esta solución no prejuzga necesariamente que sean las disponibilidades líquidas el objetivo único y último de la política monetaria. Pero en realidad este es también, en buena medida, el caso, pues esta magnitud es la que tiene verosímelmente más relevancia como lazo de unión entre los fenómenos monetarios y los fenómenos reales y, por consiguiente, como vehículo de transmisión entre la política monetaria y la evolución de la coyuntura. Esto no quiere decir que el crecimiento de las disponibilidades líquidas tenga que ser constante ni que los objetivos respecto a esa magnitud no puedan matizarse a la vista, precisamente, de la evolución concomitante del crédito o de los tipos de interés.

El gráfico III-1 refleja la evolución de la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas y de su principal componente la oferta monetaria (efectivo y depósitos a la vista). El hecho más destacado de esa evolución ha sido el rápido crecimiento de las disponibilidades a todo lo largo del último ciclo de la economía —iniciado en la primavera de 1971—, con tasas de crecimiento sistemáticamente superiores al 20 por 100 y ocasionalmente próximas al 30 por 100 anual. La intensidad y duración de esta expansión monetaria es quizás el rasgo diferencial más acusado entre el último ciclo de la coyuntura y cualquiera de los experimentados por la economía española desde 1959, en los que tasas de crecimiento de las disponibilidades del 20 por 100, o algo superiores, solo se alcanzaron ocasionalmente. Este hecho, por otra parte, explica en buena medida las principales características del ciclo económico iniciado en 1970-71, y que todavía no ha terminado: la fuerza de la fase expansiva, la desacostumbrada duración de ésta y la particular intensidad de las presiones inflacionistas. En efecto, todas esas carac-

terísticas no son más que reflejos de un elevado nivel de demanda global, cuyo principal componente, la demanda privada destinada al consumo y a la inversión, empezó siendo débil para llegar, en la fase culminante del ciclo (1972-73), a niveles claramente excesivos. La recuperación de esa demanda privada a lo largo de 1971 fue ciertamente estimulada por la rápida expansión monetaria de ese año, a la que contribuyó poderosamente el superávit de la balanza de pagos. Pero lo mismo siguió ocurriendo en los años 1972 y primera mitad de 1973, cuando la demanda privada había superado por completo el bache depresivo de 1970; fase en la que el alto ritmo de expansión monetaria contribuyó a que la demanda privada y, en consecuencia, la demanda global, alcanzara niveles incompatibles con el equilibrio global de la economía.

GRAFICO III-1

Disponibilidades líquidas y oferta monetaria *** Tasas de incremento T_1^3



La evolución de las disponibilidades líquidas reflejadas en el gráfico III-1 no puede tomarse, sin más, como un reflejo de los objetivos perseguidos por la autoridad monetaria en cada momento, tanto porque no siempre se establecieron en términos de crecimiento de las disponibilidades líquidas como porque, cuando lo fueron, las medidas aplicadas para alcanzarlos no siempre tuvieron pleno éxito. Así, a lo largo de 1970 y 1971 no se definieron objetivos precisos y se aceptó que el ritmo de expansión monetaria fuera acelerándose del modo que refleja el gráfico III-1, a impulso de los factores que, espontáneamente, suscitaban ese crecimiento y sin que la política monetaria intentara frenarlo. El objetivo era estimular lo más rápidamente posible la economía, por lo que esa actitud permisiva de la política monetaria parecía en aquel

momento, y sigue pareciéndolo hoy, vista con más perspectiva, la adecuada. La evolución a lo largo de 1972 y de la primera mitad de 1973 es producto de otros problemas. La preocupación que despertaba el que, una vez reactivada la economía, fuera técnicamente difícil contener el ritmo de expansión monetaria dentro de tasas inferiores a las excepcionalmente altas de 1971 fue suscitando, ya en dicho año y, sobre todo, en la primera mitad de 1972, una serie de medidas preventivas —detalladamente comentadas en los dos Informes anteriores—, tendentes a situar la expansión del sistema bancario dentro del campo de un control efectivo por la autoridad monetaria. Las medidas fueron importantes y eficaces, en el sentido de fijar un techo a las posibilidades de expansión del sistema bancario. La desaceleración de las disponibilidades líquidas a lo largo del segundo y tercer trimestre de 1972 fue producto, precisamente, de una contención de las posibilidades expansivas del sistema bancario, derivada de las acciones de la autoridad monetaria en los meses precedentes. Pero tanto el rápido crecimiento de aquella magnitud en la primera mitad de 1972 como su aceleración hasta cotas muy altas a finales de 1972 y durante el primer semestre de 1973 son claro indicio de que el proceso de expansión no estaba seriamente coartado por un eficaz control por parte de la autoridad monetaria. En efecto, todo el año 1972 y la primera mitad de 1973 se caracterizaron por la dificultad de definir unos objetivos precisos para la política monetaria. Durante la primera mitad de 1972, el obstáculo vino esencialmente de las dudas respecto a la evolución subyacente de la coyuntura real. Si, retrospectivamente, cabe poca duda sobre la existencia e intensidad de la reactivación de la economía en esos momentos, en su día fueron muchas las voces que dudaban de ella y que consideraban prematura una desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas. El resultado fue que la desaceleración que en efecto se produjo durante el segundo y tercer trimestre de 1972 fue producto de medidas globales adoptadas anteriormente, más que resultado de una planificación precisa. Justamente desde la primavera de 1972 en adelante, el Banco de España formuló, en varios momentos, diversos planes de desaceleración gradual del crecimiento de las disponibilidades líquidas desde su nivel en esos momentos hasta una tasa del 20 por 100. No es que esta tasa tuviese en sí ninguna virtud especial, sino que esos planes de desaceleración gradual no excedían de un horizonte de seis meses y dejaban aplazada la decisión de si ulteriormente debería proseguir la desaceleración. De momento, sin embargo, y hasta mediados de 1973, las acciones emprendidas, que se comentarán más adelante, tendentes a evitar una expansión monetaria aún más rápida, fueron insuficientes para impedir una aceleración como la ya reseñada. A mediados de 1973 se acuerda de forma clara un plan de desaceleración de las disponibilidades líquidas, desde el nivel próximo al 30 por 100 de mediados de año a un 20 por 100 a finales de año. Habiéndose emprendido, en consecuencia, una acción eficaz encaminada al logro de ese objetivo, la evolución de las disponibilidades líquidas a lo largo del segundo semestre responde, en líneas generales, a la intención de las autoridades. La evolución de los primeros meses de 1974 queda también encuadrada dentro de objetivos definidos, consistentes en un crecimiento de las disponibilidades líquidas a lo largo del primer semestre de 1974 al ritmo del 18 por 100 anual.

El hecho de que la desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas se haya producido en una fase ya tardía del ciclo económico es de lamentar, por cuanto no puede compen-

sar los efectos adversos de la expansión monetaria excesiva de los meses precedentes. Pero ello no significa que la desaceleración no fuera un objetivo deseable. El hecho de que se aspirase a un ritmo de crecimiento del 18 por 100, cifra que seguía siendo notablemente elevada, es la prueba más clara de que, a diferencia de experiencias anteriores, no se buscaba en modo alguno una restricción rápida e importante, que, particularmente en la fase del ciclo entonces en curso, hubiera tenido serios efectos sobre las magnitudes reales y probablemente un escaso impacto sobre el proceso inflacionista. Lo que se pretendía y se sigue pretendiendo hoy día es frenar desde el lado monetario el nivel de demanda global, con el propósito de ir eliminando gradualmente los excesos de ésta y, en consecuencia, ir moderando el ritmo de crecimiento de los precios.

Si idealmente lo que se pretende es una desaceleración global expresada en términos monetarios que no afecte a la demanda medida en términos reales, o, en otras palabras, frenar el aumento de precios sin incidir en el nivel de actividad económica real, no conviene perder de vista que ese objetivo ideal es en realidad inalcanzable y que la moderación de las alzas de precios solo se alcanzará afectando en alguna medida el nivel de actividad. Esta es la razón por la que los objetivos de desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas se hayan formulado en todo momento en términos graduales en el tiempo y de moderación en su cuantía, en la idea de que, si bien de ese modo el impacto moderador de la política monetaria sobre los precios se diluía en el tiempo, se minimizaba, por otro lado, el riesgo de afectar seriamente el nivel de actividad. En última instancia, la detención de un proceso inflacionista reposa en la eliminación de unas expectativas arraigadas de alzas de precios, cuya desaparición requiere bastante tiempo, sobre todo cuando la inflación tiene ya una historia larga. De ahí que la estrategia monetaria seguida parece la adecuada para incidir gradualmente en esas expectativas, sin alterar radicalmente al mismo tiempo las expectativas sobre el nivel real de actividad. La consecuencia de ello es, sin embargo, que no pueden esperarse efectos espectaculares y a corto plazo de la política monetaria y que solo una acción sistemática y continuada puede producir, a plazo medio, efectos apreciables.

Respecto de las otras dos variables mencionadas al principio —financiación bancaria al sector privado y tipos de interés—, cuya evolución está, como se dijo, condicionada por la de las disponibilidades líquidas, se hablará en el Capítulo IV, sin perjuicio de que en algún punto de este Capítulo se comente algo más sobre esa relación de dependencia. El resto de este Capítulo está dedicado a exponer cómo se llegó a los resultados descritos en cuanto a la evolución de las disponibilidades líquidas y el papel desempeñado en ello por las intervenciones de la autoridad monetaria. Las ideas que presiden el análisis son las mismas que en los últimos Informes; pero el orden expositivo se ha alterado, buscando una presentación que permita centrar mejor los problemas. Se inicia así el comentario a partir del propio proceso de expansión de las disponibilidades líquidas, reduciéndolo al de sus componentes y factores explicativos inmediatos (epígrafe 2), para destacar el papel que en él desempeña el proceso de expansión del sistema bancario —banca y cajas de ahorros— no solo como principales componentes, sino como pieza clave para la política monetaria, en la medida en que el control del segundo es la vía para el

control del primero (epígrafe 3). Más adelante se expone lo que en Informes anteriores constituía la parte inicial de este Capítulo, es decir, las bases del proceso de expansión del sistema bancario, con especial énfasis en la acción de la autoridad monetaria para controlar éste (epígrafes 4, 5 y 6), pasando finalmente a un intento de explicación de dicho proceso (epígrafe 7). Con el fin de no interrumpir el análisis con una exposición, larga y de muy distinto carácter, sobre la regulación legal de los instrumentos de la política monetaria, el epígrafe dedicado en otros Informes a este tema figura aquí al final del Capítulo (epígrafe 8).

2. El proceso de creación de las disponibilidades líquidas.

Los gráficos III-2 y III-3 reflejan las tasas de crecimiento de las principales partidas de un balance esquemático del sistema crediticio, en cuyo pasivo figuran solo las disponibilidades líquidas y en cuyo activo aparecen las contrapartidas netas —activos, menos pasivos no monetarios— de esa magnitud. Las disponibilidades se han dividido —gráfico III-2— en dos componentes: efectivo en manos del público y depósitos, lo que equivale a una desagregación institucional entre pasivos monetarios del Banco de España y del sistema bancario, respectivamente. La contrapartida de las disponibilidades, cuyo total coincide por definición con éstas, se ha desagregado —gráfico III-3—, también con un criterio institucional, entre «activos netos» del Banco de España y «activos netos» del sistema bancario. Las cuentas de relación

GRAFICO III-2

Evolución de las disponibilidades líquidas y sus componentes

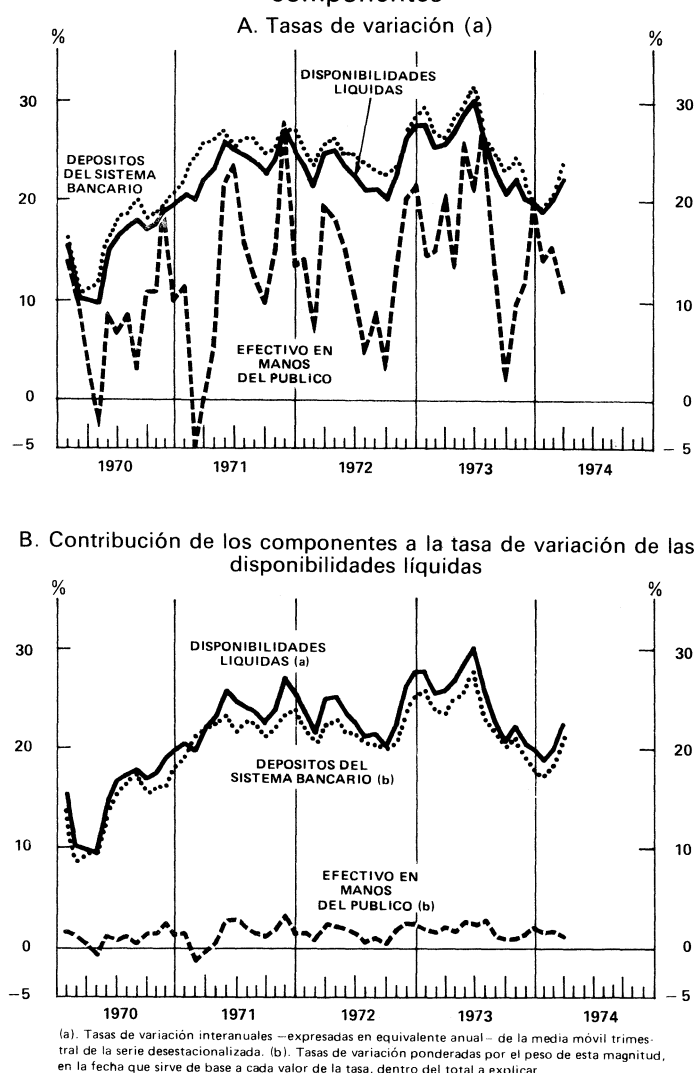
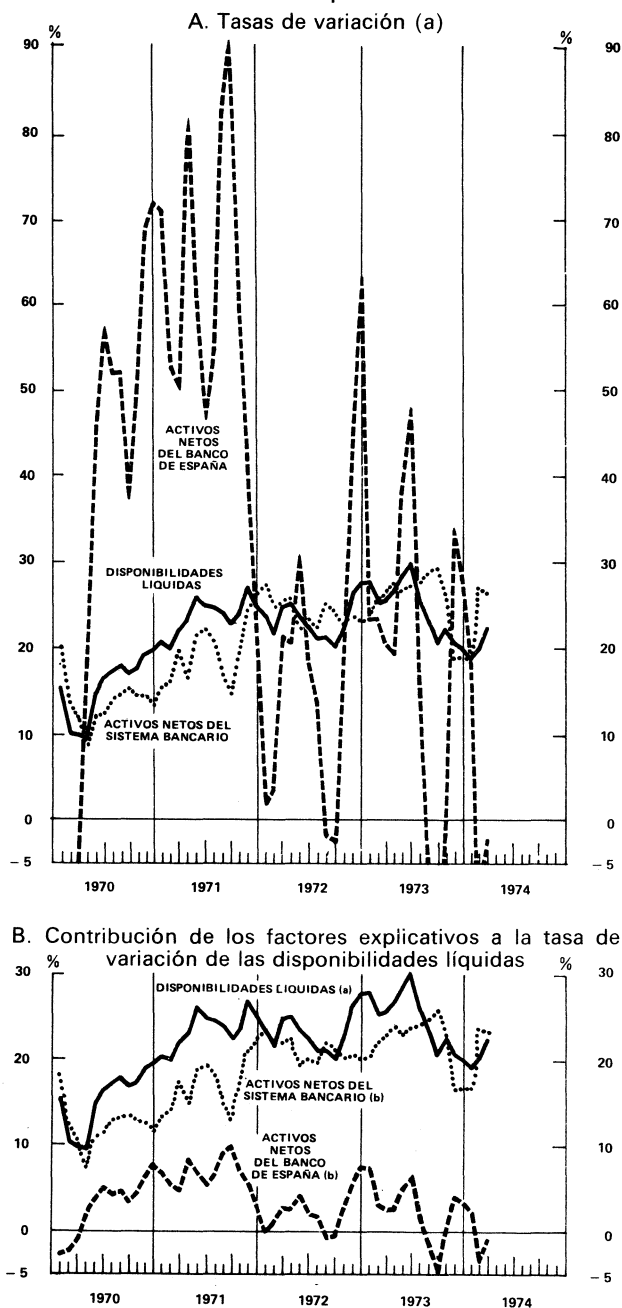


GRAFICO III-3

Evolución de las disponibilidades líquidas y sus factores explicativos



entre el Banco de España y el sistema bancario —activos líquidos de éste, por un lado, y crédito del primero al segundo, por otro— no figuran en ninguna de las dos magnitudes, puesto que se cancelan en el proceso de consolidación de sus balances (1).

Esta presentación esquemática permite comprender el actual planteamiento de la política monetaria. Por el lado de los componentes de las disponibilidades, el crecimiento del efectivo en manos del público depende solo de las preferencias del público por mantener sus

- (1) Un planteamiento más formal puede permitir apreciar mejor este esquema y algunas de sus ulteriores implicaciones. A partir de un balance simplificado del Banco de España tal como $(E + L = CSB + AN_1)$ —donde E es el efectivo en manos del público; L los activos líquidos del sistema bancario; CSB el crédito del Banco de España al sistema bancario, y AN_1 el saldo neto de sus restantes activos menos sus pasivos no monetarios— y de un balance simplificado del sistema bancario tal como $(D + CSB = L + AN_2)$ —donde L y CSB corresponden a las magnitudes ya definidas, vistas desde el lado del sistema bancario; D son los depósitos de éste y AN_2 es el saldo de los restantes activos del sistema menos sus pasivos no monetarios—, se llega, por consolidación, a un balance del sistema crediticio que es $(E + D = AN_1 + AN_2)$ —donde E + D son las disponibilidades líquidas—, que corresponde al esquema descrito en el texto.

activos líquidos en esa forma como alternativa a los depósitos, preferencias en las que la política monetaria poco puede influir. Por lo demás, esas preferencias suelen ser estables (1) y el crecimiento del efectivo no tiene gran relevancia económica por sí mismo ni, por tanto, interés como objetivo de política monetaria. Esta tiende, por tanto, a acomodarse a las preferencias del público al respecto y, en consecuencia, el control de las disponibilidades líquidas y el señalamiento de objetivos respecto a su crecimiento se ha de plasmar, en el plano instrumental, en un control de los depósitos del sistema bancario y en la fijación de objetivos —revisados cada vez que sea necesario para tener en cuenta la evolución autónoma del efectivo— respecto a su crecimiento. Por el lado del activo ocurre algo parecido, puesto que los «activos netos» del Banco de España pueden considerarse, en buena parte, coincidentes con lo que se conoce como factores autónomos, es decir, magnitudes sobre las que aquél puede ejercer poco control por razones monetarias (2). Ello significa que es la expansión de los «activos netos» del sistema bancario la que, sumada al dato que supone el crecimiento de los «activos netos» del Banco de España, determinará el crecimiento de las disponibilidades líquidas y la magnitud que, eventualmente, debe controlarse.

Dentro de este planteamiento, los datos de los gráficos III-2 y III-3 muestran algunos hechos generales, que conviene apreciar antes de entrar en el comentario de la evolución reciente. Por el lado de los componentes de las disponibilidades líquidas, el peso relativo del efectivo —gráfico III-2.B— es extremadamente bajo —no supone hoy día más que un 10 por 100 aproximadamente del total—, lo que significa que es la evolución de los depósitos del sistema bancario la que contribuye decisivamente a la evolución de las disponibilidades líquidas, razón de gran peso a la hora de encauzar el control de éstas a través del de aquéllos. Por el lado de las contrapartidas o factores explicativos de las disponibilidades líquidas, ocurre algo parecido. Los «activos netos» del sistema bancario desempeñan —gráfico III-3.B— el papel principal, pero en este caso hay que hacer algunas salvedades. La primera es que en los últimos años —a diferencia de períodos anteriores— ha existido una aportación bastante importante al crecimiento de las disponibilidades por parte de los «activos netos» del Banco de España. Otra es que éstos experimenten típicamente —gráfico III-3.A— fluctuaciones mucho más importantes que los «activos netos» del sistema bancario, que se reflejan en variaciones de

- (1) El efectivo suele mantener una proporcionalidad estable, si bien con tendencia a largo plazo a la baja, sobre el total de disponibilidades líquidas. En términos de tasas de crecimiento, eso se tiene que manifestar en que su tasa de crecimiento siga el perfil de la de las disponibilidades y en que sea sistemáticamente inferior a ésta. Ambos hechos se aprecian bastante claramente en el gráfico III-2.A.
- (2) Teóricamente, los activos netos del Banco de España pueden dividirse en dos grupos, uno de carácter básicamente autónomo y difícilmente controlable, al menos mediante medidas directas, por la autoridad monetaria (vgr., activos exteriores), y otro que refleja intervenciones del Banco de España en el mercado destinadas a influir en los activos líquidos del sistema bancario por vías distintas del crédito directo a éste. Ejemplos recientes de lo segundo serían los depósitos previos a la importación o las emisiones de bonos del Tesoro. En conjunto, esas intervenciones —cruciales para un análisis a corto plazo— no han tenido un peso sistemáticamente importante y puede aceptarse como válida la afirmación hecha en el texto, a reserva de matizaciones que convendrá introducir en algún punto posterior.

cierta intensidad —gráfico III-3.B— en su aportación al crecimiento de las disponibilidades líquidas y que, en varias ocasiones, explican decisivamente ciertas fluctuaciones de éstas. Finalmente, y a pesar de lo anterior, existe una tendencia, más o menos marcada según los momentos —gráfico III-3.A—, a que los «activos netos» del Banco de España y los del sistema bancario se muevan con tendencias contrapuestas.

Este último es un punto importante a la hora de explicar la evolución de cada período, y difícil, pues en él influyen factores de índole muy distinta. Por un lado, si se señala como objetivo un crecimiento de las disponibilidades a ritmos relativamente estables y se actúa de modo consecuente, para el logro de ese objetivo, sobre los activos líquidos del sistema bancario, ocurrirá que la variación de los «activos netos» del Banco de España en una dirección obligará a que los «activos netos» del sistema bancario se muevan en dirección contraria, mecanismo que se comentará con detalle en el epígrafe 3.

Pero cabe pensar en un mecanismo totalmente distinto que contribuya a ese fenómeno y es que, en la medida en que la demanda de disponibilidades líquidas crezca a un ritmo estable, el hecho de que éstas se creen a ritmo más o menos intenso a través del aumento de los «activos netos» del Banco de España incida en la demanda de financiación que llega al sistema bancario, precisamente en sentido contrario, haciendo que los «activos netos» de éste evolucionen de modo inverso a los «activos netos» del Banco de España (1).

Lo anterior es un esquema acaso excesivamente simple, pero que ayuda a explicar los hechos. Así, por ejemplo, la evolución de la segunda parte de 1971 —véase gráfico III-3.B— solo es comprensible en términos del segundo mecanismo propuesto, mientras que la del último trimestre de 1973 responde con toda certeza al primero. La claridad de esos casos extremos no impide que sea mucho más difícil explicar en esos términos otros períodos más complejos. Por lo demás, la existencia de estos dos mecanismos es hasta cierto punto garantía de que la política monetaria proseguida hoy día no tiene que crear graves perturbaciones, puesto que existirá cierta tendencia a que los cambios en la demanda de «activos netos» por parte del sistema bancario vayan acompañados de cambios paralelos en su oferta por parte del público.

Resulta, pues, que un ritmo dado de crecimiento de las disponibilidades puede alcanzarse con muchas combinaciones distintas de ritmos de crecimiento de los «activos netos» del Banco de España y del sistema bancario, y el hecho de que la política monetaria se fije como objetivo el primero podría hacer pensar en la irrelevancia de los efectos económicos de una u otra combinación. Para ver que no es así, basta tener en cuenta las profundas diferencias de financiación por sectores que derivarán normalmente, según sea la combinación de ambos factores, del hecho de que los «activos netos» del Banco de España no contienen cifras apre-

(1) Nada impide, por supuesto, que en situaciones de demanda global muy intensa o muy débil, en que no cabe pensar en un crecimiento estable de la demanda de disponibilidades líquidas, este efecto desaparezca para dejar paso a movimientos de igual signo.

ciables de financiación al sector privado, mientras que ésta constituya el núcleo de los «activos netos» del sistema bancario. Pero no hay que olvidar que la intensidad del aumento de los «activos netos» del Banco de España reflejará, en esencia, la intensidad de la demanda exterior y del sector público. El hecho de que los «activos netos» del sistema bancario queden como objetivo residual no es más que el reflejo de que, para unas condiciones de equilibrio global dadas, la demanda del sector privado tiene que ser un objetivo residual en función de la demanda del sector exterior y del sector público. Cuál sea la combinación de demanda exterior, demanda pública y demanda privada que mantenga en equilibrio a la economía es obviamente un problema crucial en cualquier país; pero si se parte de la base de que la magnitud relevante, desde el lado monetario, para ese equilibrio global son las disponibilidades líquidas, no se trata de un problema en el que la política monetaria pueda influir a corto plazo. Otra cosa es que se manipule el nivel general de expansión monetaria, para influir sobre la demanda global, y que, a través de los efectos sobre ésta, se llegue a cambios en aquella estructura. Mas ello no invalida la idea de que, en cada momento, el crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario será una magnitud residual y no un objetivo por sí mismo.

Al pasar ahora a comentar los rasgos principales de la evolución reciente, se impone la previa advertencia metodológica de que los datos de los gráficos III-2 y III-3 miden un perfil cíclico general y no se prestan a interpretaciones a muy corto plazo (1). Ello obliga a prestar solo atención a las grandes líneas de la evolución recogida en dichos gráficos. Por lo que se refiere a los componentes de las disponibilidades líquidas, destaca, en cuanto al efectivo en manos del público, el que durante el primer semestre de 1973 experimentara una fuerte aceleración, que situó su crecimiento casi al mismo ritmo que el de los depósitos del sistema bancario y las disponibilidades, fenómeno que quedó interrumpido a mediados de año, restableciéndose entonces una tasa de crecimiento más en consonancia con la de los últimos años. El conjunto del fenómeno no es fácil de explicar, pero el escaso peso del efectivo en el total de disponibilidades resta significación a todo el episodio y la aportación de esa magnitud al crecimiento de las disponibilidades —gráfico III-2.B— no abandonó por ello la tónica de extrema modestia que siempre le ha caracterizado. La conclusión obvia es que fue el crecimiento de los depósitos del sistema bancario el que determinó en lo esencial —gráfico III-2.B— la evolución de las disponibilidades líquidas. Resulta así innecesario comentar la evolución de esta magnitud, puesto

(1) Esto, que es importante respecto de todas las magnitudes en ellos reflejadas, es importante en particular con referencia a los «activos netos» del Banco de España, porque es una magnitud bastante inestable, lo que hace que el proceso de desestacionalización contenga más errores que lo normal y que el proceso de suavización mediante medias trimestrales cree un perfil que no es reflejo del todo fidedigno de la evolución a muy corto plazo de esa magnitud. Otro problema que aconseja cautela en interpretaciones a muy corto plazo es que, para evitar problemas de agregación, las series desestacionalizadas de efectivo en manos del público (gráfico III-2) y de «activos netos» del Banco de España (gráfico III-3) no se han obtenido directamente, sino por diferencia entre las otras dos series desestacionalizadas presentadas en dichos gráficos. De este modo, a los problemas propios de la desestacionalización de esos componentes se suma la posible acumulación de errores implícitos en la desestacionalización de las otras dos series.

que pueden hacerse extensivos a ella los comentarios y juicios emitidos en el epígrafe 1 respecto de la evolución del total de disponibilidades líquidas.

En la evolución de los factores explicativos de las disponibilidades líquidas —gráfico III-3—, es oportuno considerar, en primer lugar, la de los «activos netos» del Banco de España, por ser el factor de carácter más autónomo. A diferencia de los años 1970 y 1971, en que ese factor contribuyó con bastante intensidad y de modo relativamente sostenido al crecimiento de las disponibilidades, la evolución desde finales de 1972 ha sido distinta, pues si su contribución no ha dejado de ser positiva, salvo en fechas muy recientes, ha perdido intensidad y ha presentado oscilaciones bastante marcadas. Sin entrar aquí en un examen detallado de esos factores, que, desde una óptica algo diferente, se comentarán en detalle en el epígrafe 5, cabe señalar que el efecto positivo a lo largo de todo el período está básicamente determinado por el fortísimo y sostenido crecimiento de las reservas internacionales del Banco de España. La evolución de 1972 está marcada por una menor intensidad de ese proceso y por el hecho de que el sector público redujo con bastante intensidad su endeudamiento en el Banco de España. Este último factor dejó de operar en 1973, pero el crecimiento de los activos exteriores del Banco fue también más moderado. El debilitamiento del sector exterior y la actuación con distinto signo, según los momentos, del endeudamiento del sector público en el Banco de España son los factores que explican en esencia la contribución menor y más variable de los «activos netos» del Banco de España al crecimiento de las disponibilidades.

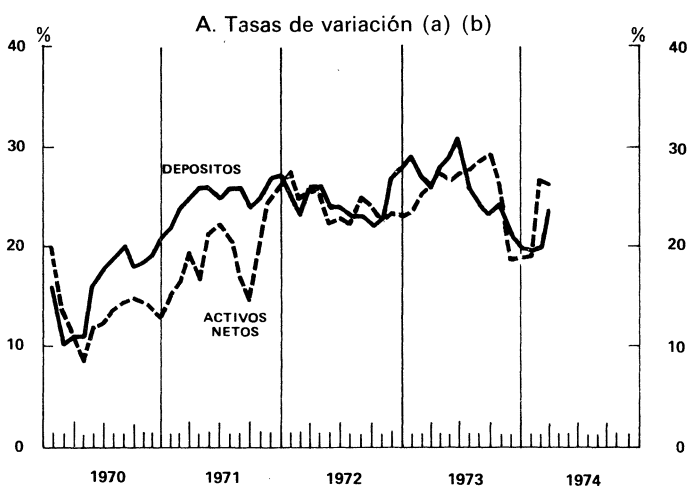
En contraste con lo anterior, la evolución de los «activos netos» del sistema bancario presenta, por una parte, estabilidad mayor y, por otra, una marcada aceleración a lo largo de la mayor parte de 1973. En el crecimiento de esa magnitud se pueden distinguir—gráfico III-3.A— cuatro fases a lo largo de los últimos dos años: una de desaceleración del 28 por 100 aproximadamente a principios de 1972 al 21 por 100 a mediados del mismo; otra de gran estabilidad, en torno al 24 por 100, en toda la segunda mitad de ese año, y, tras una aceleración en el primer trimestre de 1973, otra fase de estabilidad, a un nivel, excepcionalmente alto, del 28 por 100, que se extiende durante el segundo y tercer trimestres de 1973. En el último trimestre del año, en cambio, se acusa, como uno de los fenómenos más importantes de la evolución monetaria reciente, un profundo proceso de desaceleración que se extiende a los primeros meses de 1974. En la aportación de ese factor al crecimiento de las disponibilidades —gráfico III-3.B— se aprecian las mismas fases, con cifras lógicamente más bajas.

La combinación de esos dos factores es la que explica el crecimiento ya comentado de las disponibilidades líquidas —gráfico III-3.B—, explicación que se caracteriza, por un lado, porque la fuerte aceleración de crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario a lo largo de casi todo 1973 contribuyó decisivamente a elevar el ritmo de crecimiento de las disponibilidades, pero, por otro, porque fue el crecimiento de los «activos netos» del Banco de España el que contribuyó sensiblemente a marcar el perfil más a corto plazo de esta magnitud. De hecho, las tres ondas expansivas que se aprecian a lo largo de los últimos dos años en el crecimiento de las disponibilidades —una, en la primera mitad de 1972; otra, a finales de 1972

y principios de 1973, y una tercera, a mediados de 1973— coinciden básicamente con análogas ondas en el crecimiento de los «activos netos» del Banco de España. La experiencia de los últimos meses de 1973 se aparta, por el contrario, de ese patrón general, pues aparecen aportaciones de los dos factores de carácter bastante fluctuante, pero de signo fuertemente contrario, explicando una marcada desaceleración de las disponibilidades líquidas. Por el momento bastará dejar constancia de estos hechos básicos, que, como se verá más adelante, guardan estrecha relación con el grado en que el proceso de expansión bancaria estuvo debidamente controlado por las autoridades monetarias.

GRAFICO III-4

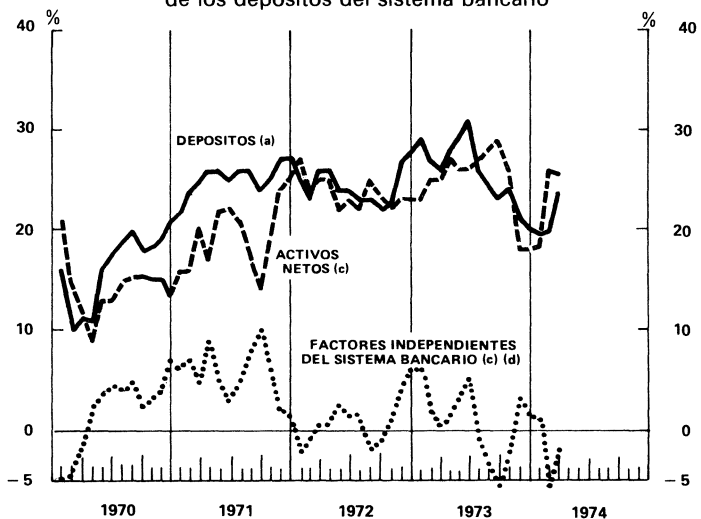
Evolución de los depósitos del sistema bancario y sus factores explicativos



3. El proceso de expansión del sistema bancario.

El crecimiento de los depósitos del sistema bancario es, como se vio, la variable fundamental a que ha de atender el control del proceso de expansión monetaria y, por consiguiente, el objetivo instrumental inmediato de la política monetaria. Todas las piezas necesarias han sido expuestas en el epígrafe anterior, pero una ligera transformación del balance esquemático del sistema crediticio que presidía aquel análisis permite encuadrar mejor el del proceso de expansión del sistema bancario y su control. A partir de aquellos da-

B. Contribución de los factores explicativos a la tasa de variación de los depósitos del sistema bancario



(a). Tasas de variación intermensuales —expresadas en equivalente anual— de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. (b). Dada la extrema variabilidad de las tasas de variación de los «factores independientes del sistema bancario» —oscilan en este periodo entre +273'8 y -100'0— se ha excluido su representación gráfica. (c). Tasa de variación ponderada por el peso de esta magnitud, en la fecha que sirve de base a cada valor de la tasa, dentro del total a explicar. (d). Activo líquido menos crédito del Banco de España al sistema bancario, igual, por definición; a los activos netos del Banco de España menos el efectivo en manos del público.

tos, cabe explicar el crecimiento de los depósitos del sistema bancario, de un lado, por el de los «activos netos» del Banco de España menos el efectivo en manos del público y, de otro, por el de los «activos netos» del sistema bancario (1). Esta presentación es la que recoge el gráfico III-4, en forma de tasas de crecimiento de los depósitos del sistema bancario y sus dos factores explicativos —III-4.A— y en forma de aportación de estos dos al crecimiento de aquéllos —III-4.B—.

A partir de aquí, cabe extenderse algo más en las consideraciones de orden general iniciadas en el epígrafe anterior. Todas ellas giran en torno al hecho básico de que, si bien los «activos netos» del sistema bancario explican en medida importante el crecimiento de sus «depósitos» y la evolución de ambos tiene evidentes paralelismos, ésta **no es la misma** y las diferencias se explican por esos otros factores ya mencionados.

El hecho, aparentemente extraño, de que la suma de los «activos netos» del Banco de España y del efectivo en manos del público figure como un factor explicativo de los depósitos del sistema bancario se explica al constatar que esos dos factores son iguales, por definición, a los activos líquidos del sistema bancario menos el crédito del Banco de España a éste (2). Es decir, el esquema propuesto, y el gráfico III-4 en él basado, se puede interpretar, de una forma más familiar, como un balance esquemático del sistema bancario en el que sus depósitos igualan el total neto formado por sus activos líquidos menos el crédito recibido del Banco de España, por un lado, y sus «activos netos», por otro. Esto permite comprender que el primer elemento es un total en el que el sistema bancario no puede influir en modo alguno y que, en buena medida, escapa al control del propio Banco de España. Esto queda claro en la primera interpretación —«activos netos» del Banco, poco controlables por éste, menos efectivo en manos del público, incontrolable por naturaleza—, pero también es evidente en la interpretación alternativa —activos líquidos del sistema menos crédito del Banco de España—. El Banco de España puede controlar los primeros, fundamentalmente influyendo en el segundo, y no puede controlar fácilmente, por tanto, la suma neta de los dos. El sistema bancario, dadas las actuales modalidades de crédito del Banco de España, no puede controlar ni uno ni otro, ni, por consiguiente, su suma (3).

(1) Siguiendo con el esquema expuesto en la nota de la página 120 ($E + D = AN_1 + AN_2$) se puede expresar como ($D = [AN_1 - E] + AN_2$).

(2) Volviendo a las expresiones utilizadas en la nota de la página 120 ($L - CSB = AN_1 - E$) y, por tanto ($D = [L - CSB] + AN_2$).

(3) En cuanto a la falta de control del sistema bancario sobre el total de las principales modalidades de crédito del Banco de España, véase Informes de 1971, páginas 150-4, y de 1972, página 160. Una excepción que podría llegar a ser importante son los créditos personales a la banca que han comenzado a activarse en 1973 (ver epígrafe 4), que tienden a invalidar la idea de que el total de crédito del Banco de España al sistema bancario está controlado por aquél, pero no la idea de que el saldo neto de activos líquidos menos crédito del Banco de España escapa al control del sistema bancario y, en buena medida, al control del propio Banco de España. Este solo puede controlarlo con medidas indirectas que afecten a los factores autónomos o con medidas de control monetario que no signifiquen cambios en el endeudamiento de la banca (vgr., depósitos de importadores, bonos del Tesoro), que hasta el momento no han constituido el centro de las intervenciones del Banco de España.

De ahí que, pensando en el proceso de expansión, se hayan denominado esos factores «factores independientes del sistema bancario». La conclusión importante es, pues, que en el proceso de expansión de los depósitos y los «activos netos» del sistema bancario existe un factor que obliga a que esas dos magnitudes tengan que diferir y que ese factor es independiente de la conducta de la banca y poco influenciado por la propia autoridad monetaria.

En cuanto al perfil de estos «factores independientes», sus características son las que resultan de combinar los efectos contrapuestos, por su distinto signo, de sus dos componentes, los «activos netos» del Banco de España y el efectivo en manos del público. Dado el menor peso del segundo componente y su evolución relativamente suave, el resultado es que el total que se comenta muestra, a un nivel algo más bajo, el mismo signo que los «activos netos» del Banco de España y un perfil que se asemeja notablemente al de éste. Pueden generalizarse, sin más, pues se trata en realidad del mismo fenómeno, las observaciones ya formuladas respecto al valor positivo de esa magnitud en los últimos años, sus oscilaciones importantes y el signo de éstas, en general contrario al de las de los «activos netos» del sistema bancario.

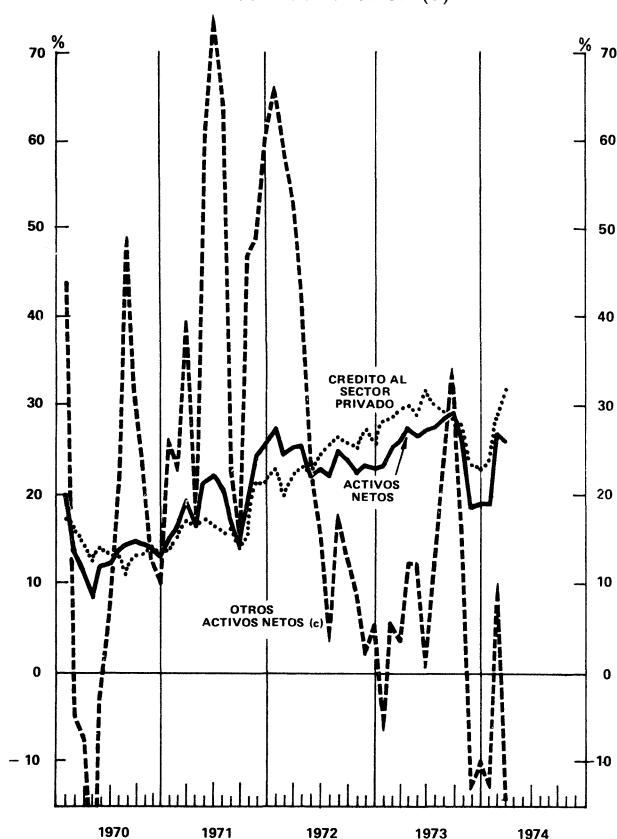
Lo expuesto lleva de nuevo al tema de los objetivos de la política monetaria. Como se dijo, éstos se vienen formulando en los últimos años en términos de crecimiento de las disponibilidades líquidas y, según se vio, esto se ha de traducir en un objetivo intermedio relativo al ritmo de crecimiento de su principal y decisivo componente, los depósitos del sistema bancario. La existencia de los «factores independientes» ya aludidos implica no solo que el perfil del crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario no podrá ser el mismo que el de los depósitos, sino que, si se fija un objetivo para los primeros, resultará incongruente fijarlo para los segundos. Dado el primero, el crecimiento de los «activos netos» compatible con él solo puede ser uno y es el que, por diferencia, condicionen los «factores independientes del sistema bancario», que escapan por completo al control de éste y, en buena medida, al del Banco de España. La fijación de objetivos independientes para una y otra magnitud solo puede desembocar, salvo una improbable casualidad, en el incumplimiento de uno u otro.

La importancia que, en los comentarios sobre la política monetaria, viene asignándose al crecimiento del «crédito al sector privado» —básicamente, descuento de efectos y créditos, con exclusión de la cartera de obligaciones y acciones— obliga a extender las consideraciones anteriores a esta magnitud. El «crédito al sector privado» es, ciertamente, el componente principal de los «activos netos» del sistema bancario, como indica el gráfico III-5, donde se comparan ambas magnitudes. Pero su perfil tiene suficientes diferencias a corto plazo como para que sea arriesgado ver en el «crédito» un objetivo o incluso un indicador fiable de la política monetaria. Al margen de los factores que hacen que los «activos netos» difieran de los «depósitos», en este caso hay que tener en cuenta la evolución de las restantes operaciones del sistema bancario —otros activos y pasivos no monetarios (1)—, cuyo saldo neto fluctúa bastante

(1) Se trata básicamente de la cartera de valores, del activo real, del saldo neto (activo) de bancos y banqueros y de otros activos diversos, deducidos las cuentas de capital, los bonos de caja, el saldo neto (pasivo) de las cuentas con el exterior y otros pasivos diversos.

GRAFICO III-5 Evolución de los activos netos del sistema bancario y sus componentes

A. Tasas de variación (a)



B. Contribución de los componentes a la tasa de variación de los activos netos del sistema bancario



(a). Tasas de variación interanuales — expresadas en equivalente anual — de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. (b). Tasas de variación ponderadas por el peso de esta magnitud, en la fecha que sirve de base a cada valor de la tasa, dentro del total a explicar. (c). Cartera de valores, activo real, saldo neto de bancos y banqueros y activos diversos; menos cuenta de capital, bonos de caja, pasivos exteriores netos y pasivos diversos.

a corto plazo, explicando las diferencias adicionales entre «crédito al sector privado» y «activos netos». Dada la dificultad que supondría controlar esas operaciones, se verá que el señalar objetivos para el crecimiento del crédito al sector privado supone o que se tendrán que incumplir o que habrá que abandonar los objetivos relativos al crecimiento de los depósitos del sistema bancario.

Todo esto es particularmente relevante para una etapa del ciclo económico como la que hoy atraviesa la economía española. En efecto, las fases finales de los ciclos económicos se han caracterizado muchas veces por un crecimiento más rápido de los «activos netos» del sistema bancario que el de sus depósitos, debido a que esas fases han ido acompañadas por déficits de balanza de pagos y una tendencia a que los «factores independientes del sistema bancario» operen negativamente. Si a ello se suma una tendencia a que el crédito al sector privado reemplace otros activos bancarios (vgr., valores) y a que aumenten rápidamente los pasivos no monetarios del sistema (vgr., cuentas de capital), se verá que pueden producirse, como en efecto viene ocurriendo en los últimos meses, crecimientos del crédito al sector privado mucho más rápidos que el de los depósitos.

Otra consecuencia de lo anterior es que, al igual que ocurría con las disponibilidades, si se persigue un objetivo de crecimiento relativamente estable de los depósitos del sistema bancario, las variaciones relativamente pronunciadas a corto plazo de los «factores independientes del sistema bancario» tendrán que traducirse en variaciones de signo contrario y de igual importancia en los «activos netos» del sistema bancario. Sobre las razones últimas de ese proceso no hace falta repetir aquí lo ya expuesto en el epígrafe anterior, que, a salvo del distinto marco de referencia, es estrictamente aplicable al caso. Sí cabe añadir que aquellas razones hacen difícil que, como alternativa a un objetivo medido en términos de crecimiento de las disponibilidades líquidas, pueda defenderse como objetivo un crecimiento dado de la financiación del sector privado. En todo caso hay que insistir en que la fijación del segundo supondría el abandono del primero, en que no es eso lo que hasta hoy se ha pretendido en la política monetaria española y en que la instrumentación de ésta hoy aplicada está concebida para un control de las disponibilidades, que si en teoría no es incompatible con una determinación indirecta de los «activos netos» del sistema bancario, en la práctica resulta uno de los métodos menos eficaces de lograrla.

En cuanto a la evolución reciente del proceso de expansión bancaria, es muy poco lo que puede decirse que no esté expuesto ya en el epígrafe precedente. En éste se comentó la evolución de los dos componentes principales, depósitos y «activos netos». En cuanto a los «factores independientes del sistema bancario», su evolución refleja un perfil muy similar a la de los «activos netos» del Banco de España, por lo que también parece innecesario insistir en el tema. Sí cabe, en cambio, apuntar ya la idea de que la evolución monetaria descrita en el epígrafe 1, con un primer semestre de gran expansión y un segundo semestre de paulatina desaceleración, responde exactamente a las dos fases que cabe distinguir en el proceso de expansión del sistema bancario. Durante el primer semestre, éste, que había llegado a un punto de relativo control por la autoridad monetaria a finales de 1972, escapó, por razones que después se verán, al mismo e, impulsado básicamente por una intensa demanda de financiación por parte de la economía, pudo alcanzar las cotas más altas de los últimos años, mientras que el cambio de orientación de la política monetaria a mediados de 1973, presidido por una definición precisa de los objetivos perseguidos, permitió restablecer el control de ese proceso y encauzarlo hacia la desaceleración que muestran las cifras. La inestabilidad en el crecimiento de los depósitos del sistema bancario hasta mediados de 1973 y el hecho de que esa inestabilidad se explique en buena medida por los «factores independientes del sistema bancario», mientras que los «activos netos» del sistema no compensaban las variaciones de éstos y crecían a un ritmo acelerado y bastante sostenido, es evidencia del insuficiente control en que se desarrolló el proceso de expansión hasta entonces. Por el contrario, la progresiva desaceleración de los depósitos en la segunda mitad y las fuertes oscilaciones de signo contrario en la aportación a ella de los «activos netos» y de los «factores independientes» es prueba del aludido control de todo el proceso en ese período. Pero la explicación de estos fenómenos hay que aplazarla hasta el epígrafe 7.

Con la salvedad importante de los «factores independientes del sistema bancario», existe una

fuerte interrelación entre depósitos y «activos netos» del sistema bancario, cuyo crecimiento global depende de la voluntad y las decisiones de éste. El control de este proceso de expansión, con la finalidad de alcanzar determinados objetivos en materia de crecimiento de los depósitos del sistema, es la vía básica de instrumentación de la política monetaria. Pero esa misma interrelación pone de relieve que tal objetivo no requiere el control simultáneo de los depósitos del sistema bancario y de sus «activos netos», pues basta el de una de las dos magnitudes para que la otra quede también controlada. Si, a nivel de las instituciones bancarias individuales, la relación entre «activos netos» y depósitos discurre en el sentido de que los segundos condicionan los primeros, a nivel del sistema bancario en su conjunto tan cierto es esto como lo contrario. Pero como es la conducta individual la que debe servir de base al control de la autoridad monetaria, es el control directo de los depósitos lo que constituye la actuación central de la autoridad monetaria. Así, el crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario —y, con más razón, el del «crédito al sector privado»— no solo es una magnitud residual en el plano de los objetivos de la política monetaria, sino que también lo es en el de su instrumentación. La clave del control de los depósitos discurre por la vía del control de los activos líquidos del sistema bancario. El proceso de expansión bancaria no parece verse esencialmente afectado por el hecho de que el nivel absoluto o relativo de su endeudamiento con el Banco de España sea uno u otro (1) y sí, en cambio, por cuál sea el nivel de sus activos líquidos; y aquí reposan las bases del control por la autoridad monetaria de todo el proceso de expansión. Este se ve limitado por el hecho de que, por imposición legal y por deseo del sistema bancario, existe un nivel relativo de activos líquidos deseado con relación al nivel existente de depósitos. El sistema tenderá, si el nivel efectivo es superior al deseado, a una expansión de sus «activos netos», que se hará realidad si existe una demanda de financiación suficientemente intensa por parte de la economía y, si es inferior, a una disminución de los «activos netos». En resumen, el control reposa sobre la idea de que, conociendo el nivel de activos líquidos deseado por el sistema bancario —las limitaciones sobre este conocimiento son el punto más débil de todo el mecanismo—, bastará controlar el volumen de activos líquidos suministrados al sistema y el volumen de ellos retenido por imposición legal para que aquella parte deseada voluntariamente por el sistema bancario corresponda al nivel que se aspira alcancen sus depósitos, de modo que el propio sistema expanda sus «activos netos» solo en la medida necesaria para que sus depósitos alcancen efectivamente las cifras deseadas por las autoridades.

Ahora se puede ver cómo, dado un control estricto del proceso de expansión del sistema bancario a través del control de los activos líquidos, los «activos netos» del sistema bancario tendrán que ajustarse pasivamente a los movimientos de los «factores independientes del sistema bancario», lo que, en la medida en que el efectivo en manos del público evolucione con suavidad, es tanto como decir a los movimientos de los «activos netos» del Banco de España.

(1) Si así ocurriera, la autoridad monetaria podría hacer frente a esa situación recurriendo a vías de actuación sobre los activos líquidos distintas del crédito al sistema bancario, poco desarrolladas en España, o manipulando la «demanda legal» de activos líquidos derivada del coeficiente de caja y de los depósitos obligatorios.

En efecto, dados unos niveles de activos líquidos que se desean controlar, el Banco de España tendrá que manipular su crédito al sistema bancario para compensar las variaciones de sus «activos netos» y del efectivo en manos del público. Al nivel del sistema bancario, dado el control de los activos líquidos y de los depósitos, esa manipulación del crédito del Banco de España al sistema será la que forzará a que los «activos netos» de éste tengan que acomodarse pasivamente, respondiendo así indirectamente a las variaciones de los «activos netos» del Banco de España y del efectivo en manos del público.

Todo este proceso de control de la expansión del sistema bancario es el que se analiza en los epígrafes siguientes. En el epígrafe 4 se comenta el proceso de crecimiento de los activos líquidos del sistema bancario, sus factores explicativos y las intervenciones de la autoridad monetaria para controlar la oferta de esa magnitud. Pero el control de la autoridad monetaria no para ahí, puesto que, por la vía de la manipulación de los coeficientes de caja y los depósitos obligatorios, puede influir directamente en el nivel de activos líquidos que el sistema bancario está precisado a mantener, es decir, actúa sobre su demanda, y este es el tema analizado en el epígrafe 5. En el epígrafe 6 se estudiará un tema que guarda relación con los anteriores y que corresponde, en todo caso, a un tercer campo de actuación de la autoridad monetaria, como es la política de tipos de interés. Una vez expuesta esta actuación de las autoridades, volverá a enlazarse, en el epígrafe 7, con el proceso de expansión descrito hasta aquí, para intentar una explicación causal entre unos y otros hechos.

4. Evolución de los activos líquidos del sistema bancario.

El contenido de este epígrafe se refiere exclusivamente a la oferta de activos líquidos por el Banco de España, con especial énfasis en las acciones de la autoridad monetaria. Conviene, sin embargo, no perder de vista en ningún momento que éste es solo uno de los factores de la instrumentación de la política monetaria, de modo que no es posible emitir un juicio definitivo sobre ella a partir de los elementos que se expondrán a continuación. Con todo, se trata de una pieza clave de la instrumentación de la política monetaria y de ahí que su análisis deba ser detallado.

Los activos líquidos del sistema bancario —véase cuadro III-1— se incrementaron en 1973 en 18,8 miles de millones de pesetas (9,28 por 100), cifra que, si bien es un adecuado reflejo de la tendencia del año, describe mal la evolución a lo largo de éste, que se explica mejor —véase gráfico III-6— como un aumento extraordinario en el mes de enero de 1973 (41,5 mil millones) y un proceso, no continuado, pero sí claro, de reducción (22,7 mil millones) en los once meses restantes del año. De este modo, si la evolución anual, en sí, implicaba una actitud poco expansiva, la realidad es que permitió un comienzo del año muy expansivo para terminar de un modo más restrictivo de lo que parecería a primera vista.

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario

Miles de millones de pesetas

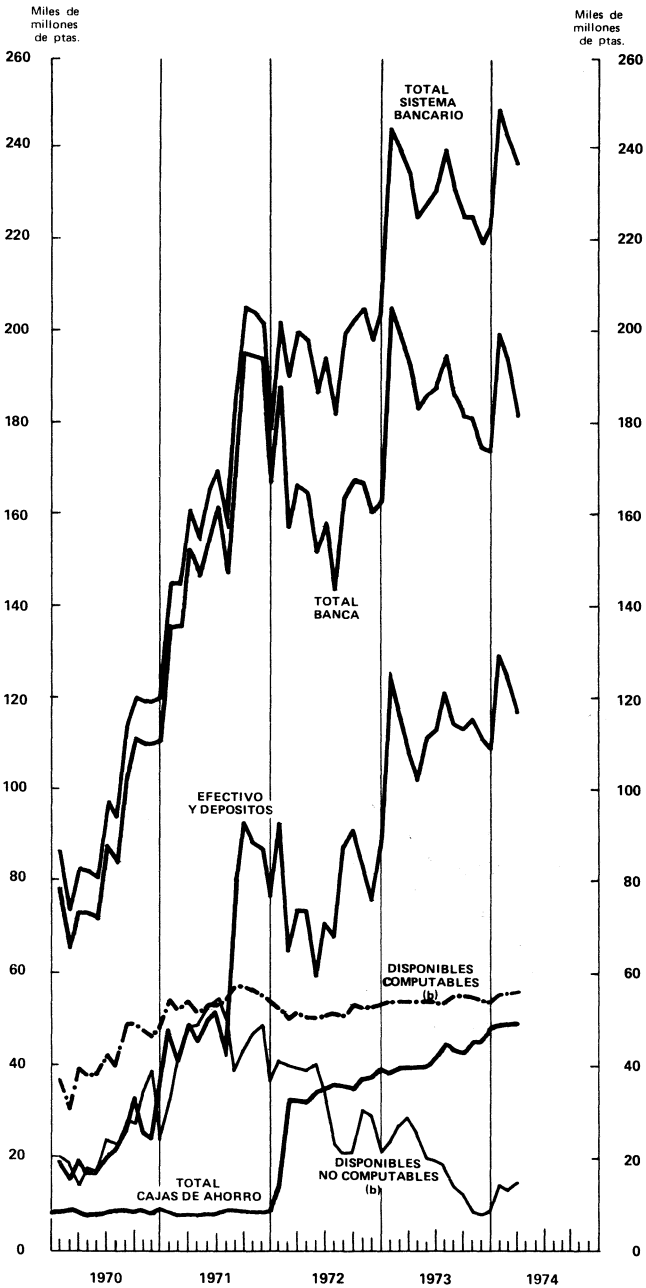
	1971	1972	1973	1972				1973				1974
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	
I. FACTORES AUTONOMOS	58,5	18,4	29,0	14,5	— 1,8	8,5	— 2,7	39,0	0,1	11,1	— 21,2	—
1. Efectivo en manos del público	— 31,2	— 40,5	— 52,4	9,6	— 10,5	— 11,7	— 27,8	10,4	— 22,6	— 11,9	— 28,3	11,9
2. Sector exterior	100,9	90,5	78,2	13,7	30,4	28,0	18,4	17,0	27,7	30,2	3,3	— 11,7
3. Sector público	— 19,4	— 24,7	17,8	— 2,3	— 18,8	— 15,0	11,4	20,4	— 11,7	0,7	8,3	10,0
Administración Central	4,8	— 22,8	15,4	— 2,9	— 16,7	— 11,5	8,3	20,9	— 12,5	— 6,4	13,3	38,0
Organismos oficiales	— 24,2	— 1,9	2,4	0,6	— 2,1	— 3,5	3,1	— 0,5	0,8	7,1	— 5,0	— 28,0
4. Otros factores	8,2	— 6,9	— 14,6	— 6,5	— 2,9	7,2	— 4,7	— 8,8	6,6	— 7,9	— 4,5	— 10,2
II. AUTORIDAD MONETARIA	0,4	6,0	— 10,1	6,1	— 3,7	0,7	2,9	— 8,3	— 3,0	— 16,8	18,0	14,7
1. Depósitos previos a la importación	25,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Bonos del Tesoro en circulación	—	—	— 2,2	—	—	—	—	— 6,4	1,0	— 17,3	20,4	— 7,9
3. Crédito al sistema bancario	— 25,3	6,0	— 7,9	6,1	— 3,7	0,7	2,9	— 1,9	— 4,0	0,5	— 2,4	22,6
Banca	— 24,8	— 4,9	— 11,6	— 2,3	— 4,7	— 0,4	2,5	— 2,8	— 4,5	— 0,3	— 3,9	22,6
Dispuesto	— 42,2	10,3	0,8	— 4,1	1,3	10,1	3,0	— 12,1	5,6	5,9	1,4	15,0
Disponible	17,4	— 15,2	— 12,4	1,8	— 6,0	— 10,5	— 0,5	9,3	— 10,1	6,2	— 5,3	7,6
Cajas de ahorros	— 0,5	10,9	3,7	8,4	1,0	1,1	0,4	0,9	0,6	0,8	1,5	—
Dispuesto	— 0,1	0,1	0,3	0,1	— 0,1	0,1	—	— 0,2	0,1	— 0,1	0,5	— 0,1
Disponibile	— 0,4	10,8	3,4	8,3	1,1	1,0	0,4	1,1	0,5	0,9	1,0	0,1
III. ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO (I + II)	59,0	24,3	18,8	20,6	— 5,4	9,2	— 0,2	30,8	— 2,9	— 5,6	— 3,4	14,6
1. Banca	57,6	— 5,5	10,2	— 1,9	— 8,4	9,6	— 4,8	30,8	— 5,4	— 6,8	— 8,4	14,3
Efectivo y depósitos	40,2	9,7	22,7	— 3,8	— 2,3	20,1	— 4,4	21,5	4,8	— 0,6	— 3,1	7,6
Disponibles computables (a)	5,0	—	0,2	— 1,2	— 0,5	1,8	—	1,5	— 0,7	1,2	— 1,8	2,0
Disponibles no computables (a)	12,4	— 15,2	— 12,5	3,1	— 5,6	— 12,3	— 0,4	7,8	— 9,5	— 7,5	— 3,5	5,6
2. Cajas de ahorros	1,4	29,8	8,6	22,5	3,0	— 0,4	4,6	—	2,5	1,2	5,0	0,3
Efectivo y depósitos	1,8	19,0	5,2	14,2	1,9	— 1,4	4,2	— 1,1	2,0	0,3	4,0	0,2
Disponibles computables (a)	— 0,4	10,8	3,4	8,3	1,1	1,0	0,4	1,1	0,5	0,9	1,0	0,1

(a) En el coeficiente de caja.

FUENTE: Balances del Banco de España.

Como de costumbre, la evolución de ese total afectó principalmente a los activos líquidos de la banca y no a los de las cajas de ahorros (1). Estos últimos prosiguieron un suave, pero sostenido, incremento (8,6 mil millones para todo el año), lo que significa que es el aumento anual de los de la banca (10,2 mil millones) el que experimentó la ruptura ya señalada para el total, con una elevación de 42,8 mil millones en el mes de enero y una disminución de 32,5 mil millones en el resto del año. Atendiendo a la distribución de los activos líquidos entre sus diversas modalidades, 1973 no hizo sino acusar las tendencias de años precedentes. El total de los disponibles en créditos siguió su tendencia descendente (— 8,9 mil millones), explicada por un ligero aumento de los disponibles computables en el coeficiente de caja (3,6 mil millones) y una fuerte disminución (— 12,5) de los no computables. El primero se explica por el bajo nivel de disposición de los créditos con garantía de fondos públicos y la estabilidad de los límites, debida a la casi total pignoración de la cartera de fondos públicos del sistema banca-

Activos líquidos del sistema bancario: Componentes



(1) Sobre las razones de este fenómeno, véase Informe de 1972, páginas 153, 154 y 165-7.

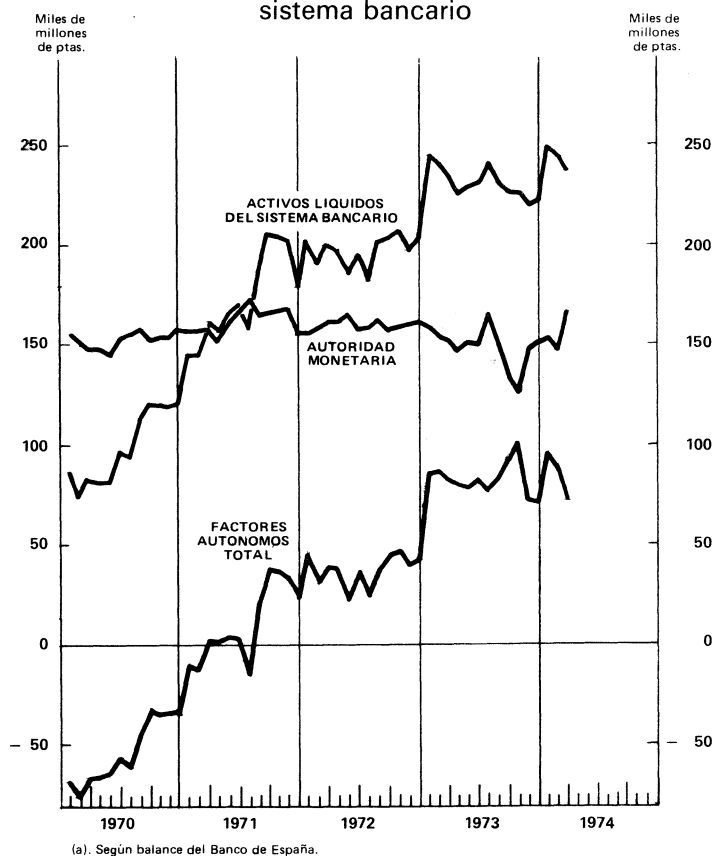
(a). Según balance del Banco de España.
(b). En el coeficiente de caja.

rio; por la imposibilidad de adquirir más títulos de esta clase en el mercado; y por el lento ritmo de amortización de los mismos. En cuanto a los disponibles no computables, confluyen dos factores: la reducción de los límites, por disminución de los del redescuento ordinario, y el incremento del grado de disposición de los mismos, fenómeno acusado principalmente por el redescuento especial, temas ambos que se comentarán más adelante. Por el contrario, el total de efectivo y depósitos en el Banco de España experimentó un fuerte aumento, concentrado en el mes de enero. De este modo, el peso relativo a final de año de este componente de los activos

líquidos (64,1 por 100) era netamente superior al de final de 1972 (56,3 por 100). La trascendencia de esta evolución es manifiesta, si se tiene en cuenta que este componente tiene un elevado coste implícito para las instituciones bancarias, en forma de renuncia a la percepción de intereses, mientras que, por el contrario, el coste análogo en el caso de los disponibles —intereses renunciados por no inversión menos coste de disposición de los créditos del Banco— es bastante bajo.

El cuadro III-1 muestra la evolución de los distintos factores que condicionaron la evolución del total de activos líquidos. Pero para iniciar el comentario será útil referirse al gráfico III-7, en donde los factores explicativos de esa evolución se agrupan en dos epígrafes:

GRAFICO III-7
Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario



uno de intervenciones directa del Banco de España —que comprende sus créditos al sistema bancario y las emisiones netas de bonos del Tesoro— y otro de «factores autónomos», entendiendo esta palabra solo en el sentido de que no están sometidos al control inmediato del Banco de España (1). La división no coincide necesariamente con la que pudiera hacerse entre factores cuya

(1) Conviene señalar que este concepto es distinto del de «activos netos» del Banco de España utilizado en el epígrafe 1 y del de «factores independientes del sistema bancario» empleado en el epígrafe 2.

evolución refleja medidas de política monetaria y factores puramente exógenos, ya que si bien las intervenciones del Banco están, por definición, motivadas por la política monetaria, los «factores autónomos» pueden responder también a ésta en algunos casos. Con todo, sus ventajas expositivas la justifican (1). El gráfico III-7 muestra una notable diferencia entre la evolución de 1972 y la de 1973. Si aquel año se caracterizó por una estabilidad, relativo, del total de «factores autónomos» y, más clara, de la intervenciones de la autoridad monetaria, 1973 destaca por los acusados movimientos de una y otra magnitud. La evolución de 1972 da una impresión engañosa de pasividad de la política monetaria, puesto que en realidad encubre una intensa actuación a través de las emisiones de deuda pública, como habrá ocasión de ver después; pero la de 1973, en que la actuación a través de las emisiones de deuda no ha sido importante, queda reflejada de forma adecuada en el gráfico comentado.

Este pone de relieve los dos hechos más notables de la evolución de 1973. El primero fue la formidable expansión de los factores autónomos en el mes de enero de 1973, que, no compensada por la autoridad monetaria, se tradujo en el incremento extraordinario de los activos líquidos que ya ha sido señalado. El resto de la primera mitad del año transcurrió con una ligera tendencia contractiva de los factores autónomos, por un lado, y con un proceso de intervenciones de la autoridad monetaria de igual signo contractivo, destinado a compensar la evolución del mes de enero. Ninguno de los dos procesos tuvo, sin embargo, fuerza excesiva y el descenso de los activos líquidos que de ahí resultó no llegó a compensar el anormal incremento de enero. El segundo hecho son las fluctuaciones intensas de los factores autónomos en la segunda mitad del año y la notable dinámica de las intervenciones de la autoridad monetaria, con movimientos compensatorios que darían por resultado la ligera tendencia decreciente de los activos líquidos en ese período.

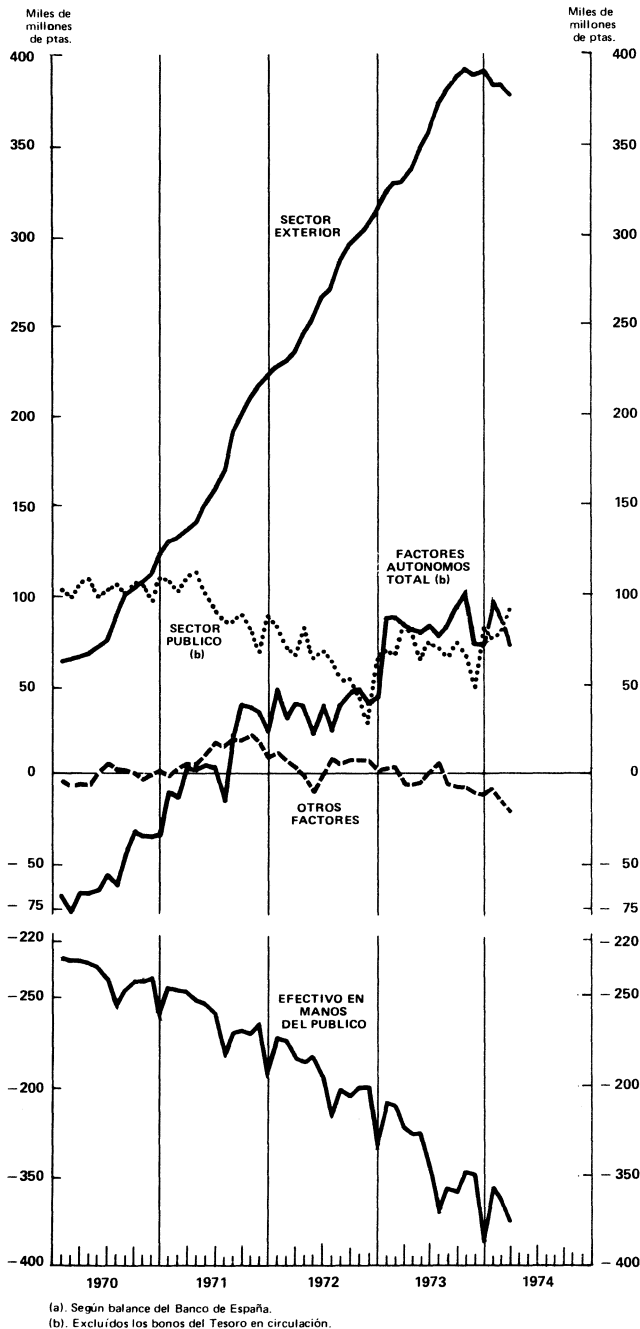
La evolución de los **factores autónomos** —gráfico III-8— se caracteriza por una estacionalidad marcada (2) y es precisamente la del componente «efectivo en manos del público» la que explica en gran parte el anómalo incremento del total y, por consiguiente, de los activos líquidos del sistema bancario en el mes de enero de 1973, afectado de todos modos por otros factores. Del incremento en 44 mil millones, en ese mes, del total de factores autónomos, 25 correspondieron al efectivo en manos del público; 13, al sector exterior —aumento completamente anómalo en esa época del año y reflejo de entradas de capital a corto en unos momentos

(1) Esta agrupación de conceptos bajo la denominación de «autoridad monetaria» difiere algo de la utilizada en el Informe precedente, donde se incluían también en ella las emisiones de deuda pública del Tesoro, utilizadas en parte con fines monetarios. En el presente caso esas emisiones quedan englobadas dentro de los «factores autónomos». Al hablar de éstos, se comentará su posible carácter de medidas de política monetaria, pues, como ya se ha indicado, la clasificación utilizada no excluye el que los «factores autónomos» reflejen en parte el efecto, más o menos directo, de medidas adoptadas por razones monetarias.

(2) Véase un comentario detallado de ésta en el Informe de 1972, página 147.

GRAFICO III-8

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Factores autónomos



de particular inestabilidad de los mercados de cambio—, y 5, al sector público. La evolución en el resto del año respondió a un patrón más homogéneo con el de años precedentes: un efecto contractivo regular, salvo breves expansiones estacionales, del efectivo en manos del público, una relativa estabilidad del endeudamiento neto del sector público y un efecto expansivo intenso del sector exterior. La expansión del total de factores autónomos en los meses de agosto, septiembre y octubre tuvo también un fuerte elemento estacional, a través del sector exterior. Pero a partir de noviembre de 1973 surgió un importante factor diferencial, por la detención del impacto expansivo del sector exterior, que en los primeros meses de 1974 daría paso, por primera vez desde 1970, a una tendencia decreciente. La causa del fenómeno era el deterioro progresivo de la balanza de pagos generado por un proceso continuo de expansión de la economía, fenómeno sobre el que no se insistirá aquí por haber sido comentado ya en otros lugares de este Informe. El tradicional efecto contractivo del sector público en el mes de noviembre no tuvo así compensación y de ahí resultó la fuerte caída del total de factores autónomos que refleja el gráfico III-8.

Es preciso un comentario especial con relación a la evolución del total endeudamiento del sector público en el Banco de España. En el gráfico III-9 se muestra una desagregación del mismo —igual en esencia a la realizada en el Informe precedente, pero presentada de otra manera— que distingue entre el efecto sobre él de sus operaciones corrientes y de sus operaciones de emisión de deuda (excluidos los bonos del Tesoro a corto plazo), distinción que tiene utilidad por cuanto la política financiera del Tesoro tiene, con su opción entre crédito del Banco de España y emisiones, una vertiente monetaria indudable y con esa óptica se utilizó en ciertos momentos de los últimos años.

La desagregación comentada muestra cómo el efecto contractivo del sector público entre mediados de 1971 y mediados de 1972 se debió a una intensa política de emisiones públicas, realizada con objetivos monetarios, en la que no se va a insistir aquí, pues fue suficientemente comentada en el Informe precedente (1). Pero sí cabe destacar cómo, desde mediados de 1972, esa actuación quedó interrumpida, transformándose incluso en un factor ligeramente expansivo del endeudamiento.

(1) Informe de 1972, Capítulo III, epígrafe 3.

GRAFICO III-9
Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Detalle del sector público

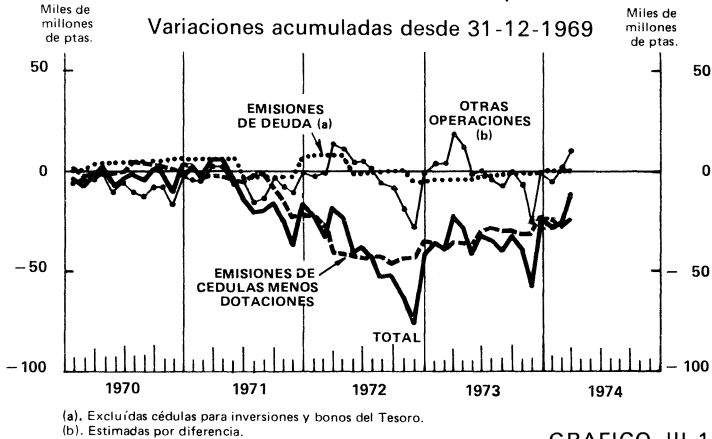
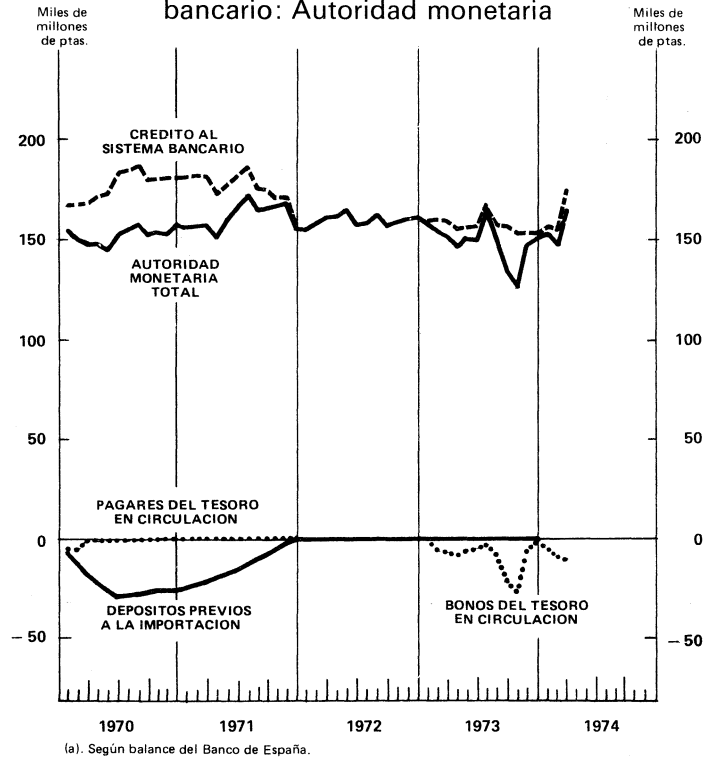


GRAFICO III-10
Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Autoridad monetaria

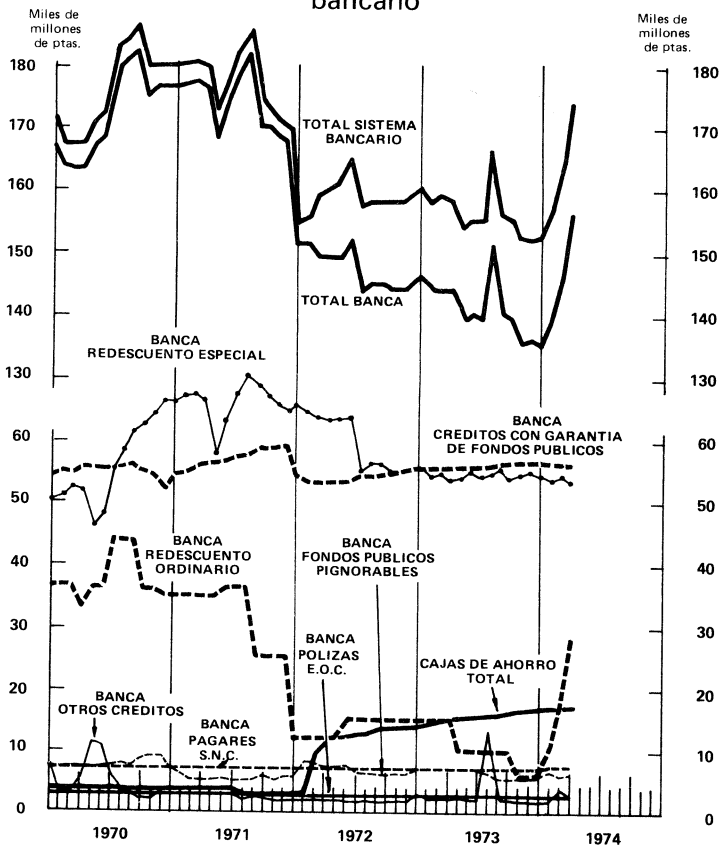


damiento del sector público en el Banco de España, tanto por no haberse realizado desde entonces ninguna emisión de deuda a largo plazo como por haberse pasado a una política de emisión de cédulas acompañada a las necesidades del crédito oficial (1).

El detalle de la actuación de la **autoridad monetaria** se halla recogido en el gráfico III-10, que permite apreciar de modo inmediato tanto una gestión relativamente activa de los créditos del Banco de España al sistema bancario —detallados en el gráfico III-11— como el intenso

papel desempeñado por la colocación en el mercado de bonos del Tesoro, como medio de regulación del nivel de activos líquidos, cuyos principales datos se presentan en el cuadro III-2. De hecho, dada la práctica congelación de diversas modalidades de crédito del Banco de España —créditos con garantía de fondos públicos, redescuento especial (con un ritmo lento de vencimiento de efectos, compensado todavía en 1973 por la realización efectiva de operaciones autorizadas antes de julio de 1971), redescuento de pólizas de entidades oficiales de crédito y de pagarés del S. N. C.—, la actuación del Banco se centró en tres instrumentos: los límites de redescuento ordinario, los créditos personales a corto plazo y los bonos del Tesoro, siendo los dos últimos instrumentos

GRAFICO III-11
Factores explicativos: Límites de crédito al sistema bancario



adecuados para una actuación flexible y a corto plazo y el primero, más bien, un sistema complementario para acciones más decisivas y a mayor plazo. En cuanto a su evolución, la intervención de la autoridad monetaria estuvo condicionada a todo lo largo de 1973 por el anómalo incremento de los activos líquidos en el mes de enero, que, al crear una situación de gran

(1) Véase epígrafe 8 de este Capítulo y Capítulo siguiente.

Bonos del Tesoro

Millones de pesetas

	Saldos a fin de mes				Operaciones mensuales					
	Límite legal	Bonos en poder de entidades	Bonos en poder del Banco de España	Bonos emitidos	Variación neta de los bonos en poder de entidades	Ventas de bonos		Recompras por el Banco de España de bonos en poder de entidades	Amortizaciones de bonos en poder de	
						Nueva emisión	De la cartera del Banco de España		Banco de España	Entidades
	1	2	3	4 = 2 + 3	5 = 6 + 7 - 8 - 10	6	7	8	9	10
1973:										
FEB.	6.000	6.000	—	6.000	6.000	6.000	—	—	—	—
MAR.	10.000	6.350	100	6.450	350	450	990	1.090	—	—
ABR.	10.000	8.185	—	8.185	1.835	1.735	550	450	—	—
MAY.	10.000	5.300	—	5.300	— 2.885	3.115	861	1.161	300	5.700
JUN.	10.000	5.320	575	5.895	20	1.045	1.300	1.875	—	450
JUL.	10.000	2.820	2.575	5.395	— 2.500	1.235	—	2.825	825	910
AGO.	20.000	7.420	875	8.295	4.600	6.015	1.800	1.250	1.150	1.965
SEP.	30.000	22.595	2.310	24.905	15.175	17.755	800	2.360	125	1.020
OCT.	30.000	27.216	2.300	29.516	6.561	13.201	7.130	8.940	3.760	4.830
NOV.	30.000	6.252	12.706	18.958	— 20.965	1.202	—	18.907	8.500	3.260
DIC.	30.000	2.219	9.758	11.977	— 2.047	4.494	3.993	9.292	10.233	1.242
1974:										
ENE.	30.000	5.149	602	5.751	2.830	5.325	985	1.300	9.371	2.180
FEB.	30.000	8.738	612	9.350	4.089	8.776	—	3.937	4.427	750
MAR.	30.000	10.152	2.500	12.652	1.415	12.718	—	4.588	2.700	6.715
ABR.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
MAY.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

holgura al sistema bancario, forzó a que aquélla hubiera de tener un sesgo contractivo en todo el resto del año, como así ocurrió, con mayor o menor intensidad, según los momentos. En la primera mitad de 1973, la actuación de la autoridad monetaria tendente a contrarrestar el aumento de los activos líquidos del mes de enero se plasmó en diversas medidas. En febrero se inician las operaciones de emisión de bonos del Tesoro, operaciones que, por su carácter experimental, no pudieron tener gran peso (1). El cuadro III-2 permite apreciar el desarrollo de estas operaciones en los primeros meses de 1973, cuya magnitud, no despreciable, fue modesta en comparación con las necesidades de absorción de liquidez sentidas en aquellos momentos. El siguiente paso fue una reducción, en el mes de abril, de unos 5.000 millones en los límites del redescuento ordinario. En conjunto, la magnitud de las intervenciones de la autoridad monetaria a lo largo de la primera mitad de 1973 fue netamente insuficiente para compensar la elevación del nivel de activos líquidos del mes de enero. Y si bien la actuación de la autoridad monetaria tuvo en ese período, como después se comentará, otra faceta restrictiva importante, a través de la retención de activos líquidos mediante depósitos obligatorios y una reforma del coeficiente de caja, la escasa magnitud de las intervenciones compensatorias en la primera mitad es un índice de la relativa pasividad de la política monetaria en ese período.

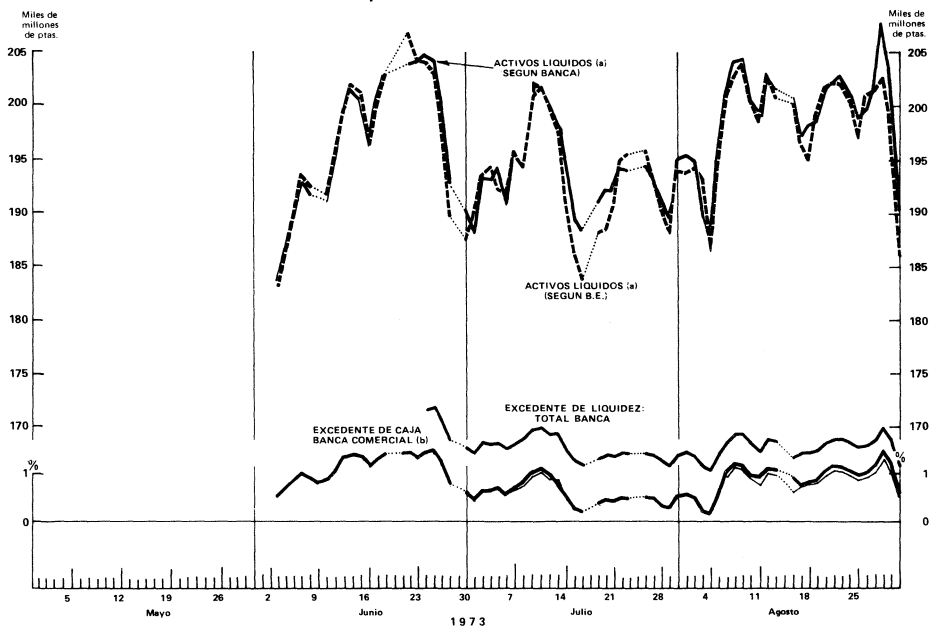
La evolución de la segunda mitad del año fue radicalmente distinta. Se inició en julio por un fuerte aumento de los créditos personales al sistema bancario, paradójico en apariencia, pero destinado a compensar el fuerte descenso de los activos líquidos debido al aumento estacional del efectivo en manos del público —véase gráficos III-10 y III-11— y siguió, a partir de agosto, con una política, mucho más activa que en la primera mitad del año, de colocación de bonos del Tesoro, reforzada, a partir del mes de octubre, por una nueva reducción (4.000 millones) de las líneas de redescuento ordinario. Pero esta actuación de la autoridad monetaria en la segunda mitad del año merece, por razones que enseguida se verán, un comentario más detallado.

Las cifras presentadas hasta aquí no permiten apreciar la verdadera complejidad del papel de la autoridad monetaria. En efecto, el año 1973 se caracterizó por una importante novedad en el terreno del control de los activos líquidos, resultante de una sensible mejora en la información estadística disponible. A partir del nuevo sistema de coeficiente de caja introducido en marzo de 1972 fue posible conocer, con un retraso de alguna importancia, los saldos diarios de depósitos y activos líquidos de las instituciones bancarias y calcular con igual periodicidad sus activos líquidos retenidos por los coeficientes y sus excedentes de liquidez. El Banco de España, por su parte, inició, a partir del mes de junio de 1973, la recogida telegráfica diaria de los datos de sus propias sucursales sobre cifras de activos líquidos de esas instituciones y de crédito del Banco de España a las mismas. A diferencia de los anteriores, estos datos se conocen con menos de veinticuatro horas de retraso. Los gráficos III-12 y III-13 reflejan solo para la banca, con exclusión, pues, de las cajas de ahorros, los aspectos más útiles de esta información: volumen

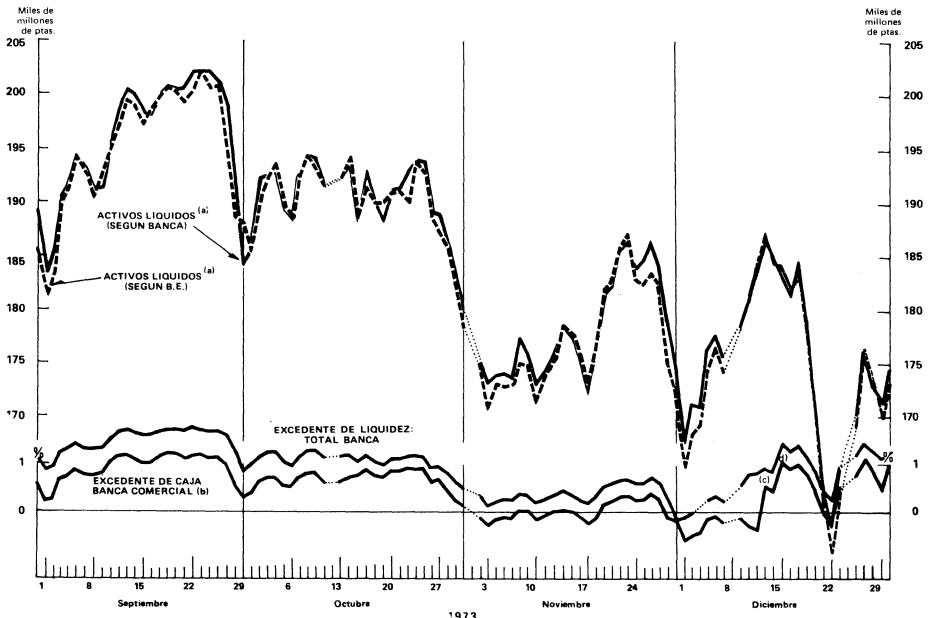
(1) De las experiencias sobre la puesta en marcha de este mecanismo y de las características de su funcionamiento no se hablará aquí, puesto que se comentaron en detalle en el Informe de 1972, páginas 129-134 y 148.

GRAFICO III-12

Liquidez de la banca



(a). Incluye depósitos obligatorios en el Banco de España. (b). Diferencia entre el coeficiente efectivo de caja y el coeficiente legal, imputado a la fecha correspondiente a los activos de caja computables.



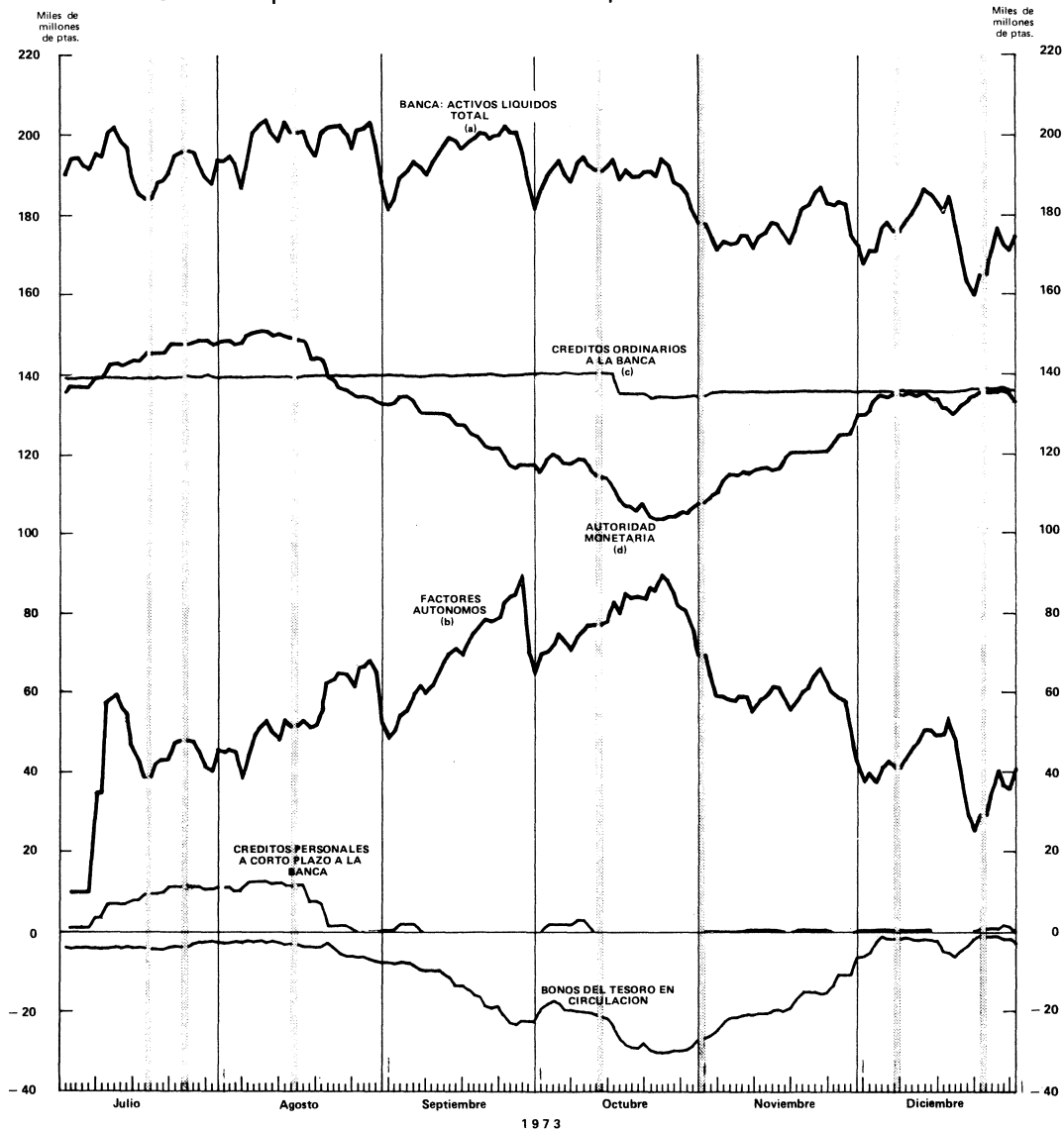
(a). Incluye depósitos obligatorios en el Banco de España. (b). Diferencia entre el coeficiente efectivo de caja y el coeficiente legal, imputado a la fecha correspondiente a los activos de caja computables. (c). Variación en el cómputo del coeficiente legal de caja O.M. 4/XI/73. (d). Reducción del coeficiente legal del 7,5 % al 6,75 %.

de activos líquidos de la banca, según datos de ésta y según datos del Banco de España (1), así como algunas cifras sobre los excedentes relativos de liquidez de la banca en su conjunto y de la banca comercial, en el primer caso, y volumen de activos líquidos de la banca (según cifras del Banco de España), intervenciones de la autoridad monetaria, definidas como ya se expuso antes, y factores autónomos, calculados por diferencia, en el segundo caso (2). A esto hay que sumar la información diaria, que el Banco de España recoge telefónicamente de la banca, sobre los tipos de interés del mercado interbancario (véase gráfico III-17). Pero lo importante de todo esto no es tanto la información diaria así recogida como el hecho de que el disponer de ella con bastante rapidez ha llevado a un sensible cambio en los métodos de actuación del Banco de España. Si aquélla en un principio se utilizó como base para decidir las intervenciones del Banco de España en el mercado de bonos del Tesoro, pronto se convirtió en instrumento de validez más general, determinando que la atención tanto del Banco de España como del Ministerio de Hacienda se volcara a un seguimiento más a corto plazo de la evolución general del sistema bancario y a que, en consecuencia, las decisiones de política monetaria se adoptaran con esa óptica. Al margen de los resultados concretos que se hayan conseguido en el corto período en que ha estado en marcha el sistema —de hecho, la utilización efectiva de esa información no se inició hasta el mes de julio—, el cambio es trascendental, puesto que significa un abandono irreversible de los métodos anteriores, que, basados en una información básicamente mensual, con algunos datos complementarios de carácter decenal, todo ello disponible con retrasos apreciables, hacían difícil un proceso de toma de decisiones rápido y flexible.

Desde este momento, las estimaciones que, como guía para la política de control por la autoridad monetaria, venían realizándose sobre el nivel deseable a que debían mantenerse los activos líquidos del sistema para conseguir que el crecimiento de los depósitos del sistema bancario no superara determinadas cotas —estimaciones que se habían hecho regularmente desde la primavera de 1972—, adquirirían una importancia crucial. Incidían en esto no solo las reformas técnicas aludidas, sino la decisión, en julio de 1973, de hacer realidad una política de contención monetaria que, pese a las aspiraciones en ese sentido, no se había llegado a materializar plenamente en los meses precedentes. Sin entrar en un análisis pormenorizado de la evolución que muestran los gráficos III-12 y III-13, resaltan en ellos varios hechos de carácter general que sí será útil comentar, recordando que, aunque los datos se refieren solo a los activos líquidos de la banca, son un reflejo muy completo de los del total del sistema bancario (3).

-
- (1) Las discrepancias son razonablemente pequeñas y se deben a desfases de contabilización. Se han adoptado algunas medidas en las normas de contabilización de la banca, con la finalidad de reducirlas, y sigue en estudio el tema con vistas a precisar las causas y reducirlas aún más. De todos modos, si bien cabe esperar mejoras en este terreno, no será nunca posible eliminar por completo las discrepancias.
 - (2) Estos datos no agotan la información diaria obtenida. Un dato muy importante es la cifra diaria de depósitos de la banca y las cajas de ahorros; pero esta información no será realmente útil hasta dentro de dos o tres años, en que será posible empezar a valorar la estacionalidad propia de estas series, hoy muy poco conocida.
 - (3) Véase gráfico III-6 e Informe de 1972, páginas 153, 154 y 165-67.

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario



(a). Según cifras del Banco de España. Incluidos disponibles computables y no computables en el coeficiente de caja y depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles.
(b). Obtenidos por diferencia entre "Banca: Activos líquidos" y "Autoridad monetaria". Incluyen los activos líquidos en poder de las cajas de ahorro y el crédito del Banco de España a éstas, dos partidas caracterizadas por su gran estabilidad.
(c). Límites de créditos en las modalidades tradicionales de apoyo a la banca: redescuento ordinario y especial, de pólizas E.O.C. y pagarés del S.N.C., créditos con garantía de fondos públicos y fondos públicos no pignados en poder de la banca.
(d). Suma de "Créditos ordinarios a la banca", "Créditos personales a corto plazo a la banca" y "Bonos del Tesoro en circulación".

El primero es la fuerte estacionalidad intramensual de los factores autónomos, debida en su mayor parte a la del efectivo en manos del público (1), hecho que, al no haber sido hasta el

(1) Los «factores autónomos» que muestra el gráfico III-13 están obtenidos por diferencia entre las dos grandes magnitudes, conocidas diariamente, «Activos líquidos de la banca» e «Intervenciones de la autori-

momento plenamente compensado por las intervenciones de la autoridad monetaria, hace que los activos líquidos muestren también una cierta estacionalidad intramensual. Las fuertes salidas de billetes en los días finales del mes se traducen así en que los activos líquidos del sistema bancario experimenten una pronunciada caída a fin de mes. Dado el carácter transitorio del fenómeno, las perturbaciones que pueda provocar a la banca no son probablemente muy grandes; pero, en cambio, sí es evidente que la información disponible hasta ese momento, basada en los datos a fin de mes recogidos en el gráfico III-6, subestima sistemáticamente la situación real de los activos líquidos de la banca, impartiendo así un inevitable sesgo expansivo a cualquier política basada en ellos, dado que la conducta bancaria ha de verse mucho más influida por el nivel medio de sus activos líquidos que por las situaciones a fin de mes.

Dentro de la política seguida por la autoridad monetaria de controlar el nivel de activos líquidos del sistema bancario, como instrumento indirecto de control del crecimiento de los depósitos de éste, es deseable que aquella magnitud evolucione a un ritmo prefijado y de un modo relativamente suave. Al margen del tema de la adecuación de los niveles señalados como objetivo, tema que se comentará después, se ha de considerar aquí el grado de suavidad que es deseable imprimir a la evolución de los activos líquidos, para juzgar debidamente los resultados de la experiencia de 1973, caracterizada por el hecho de que no fue, a pesar de todo, excesivamente suave. El juicio habrá de basarse en una evidencia empírica que, por el momento, es insuficiente, y solo cabe aventurar hipótesis. Parece, sin embargo, probable que las fluctuaciones a muy corto plazo, incluso de alguna intensidad —entre éstas destacan las estacionales de fin de mes—, no tienen efectos muy importantes, con excepción de su impacto sobre los tipos de interés día a día en el mercado interbancario y de eventuales situaciones de incumplimiento del coeficiente de caja por algunas instituciones. Todo hace pensar, que esas irregularidades no inciden básicamente en la conducta expansiva del sistema bancario, que se guiará sobre todo por una tendencia media. Ello no quiere decir que no sea deseable conseguir una estabilidad a corto plazo mayor que la que el Banco de España se ha propuesto hasta el momento y los instrumentos disponibles, demasiado nuevos todavía, hacían posible. Un factor importante relacionado con el tema es el de la amplitud y eficacia del mercado interbancario, como instrumento canalizador de la distribución más eficiente entre las instituciones individuales de los activos líquidos creados por la autoridad monetaria. Cuanto más se desarrolle —y todavía está lejos de haber realizado en grado importante todas sus posibilidades— y más se haya manifestado una lógica tendencia por las instituciones en él operantes a estabilizar con

dad monetaria» (crédito al sistema bancario más bonos en circulación). El detalle diario de los componentes de los factores autónomos se desconoce, con tres excepciones importantes, sobre las que sí existen datos diarios: el nivel de reservas internacionales, las cuentas del Tesoro y de organismos autónomos y los billetes en circulación. Se trata de los componentes más importantes de los «factores autónomos», pero resultan insuficientes para explicar muchas fluctuaciones a corto plazo de esta magnitud. La cifra aquí utilizada de «factores autónomos» incluye los activos líquidos de las cajas de ahorros, hecho que, dada la gran estabilidad de éstos, no influye en el perfil de aquéllos, pero explica que su nivel sea algo más bajo que el que aparece en el cuadro III-1 y en los gráficos III-7 y III-8.

su concurso sus niveles de activos líquidos, más conveniente será que la autoridad monetaria evite las fluctuaciones a corto plazo del total de esa magnitud. En todo caso aboga por esa tesis el hecho de que cuanto más suave sea la evolución de dicha magnitud, más fácil será para el sistema bancario detectar la tendencia general de la misma y más rápida y eficaz será su respuesta a la política perseguida por las autoridades.

La regulación diaria de los activos líquidos ha llevado, por otro lado, a destacar la importancia de los instrumentos de acción a corto plazo que la posibilitan. Los bonos del Tesoro y los créditos personales a corto plazo a la banca son los dos cauces adecuados, ya disponibles, y la experiencia del segundo semestre de 1973, recogida en el gráfico III-13, muestra que ha sido posible utilizarlas flexiblemente.

El mecanismo de los bonos operó a lo largo de 1973 en el marco institucional que ya se describió en el Informe anterior (1) y que experimentó solo pequeños cambios. Entre éstos destaca el alza progresiva de los tipos de interés, en abril, junio y julio —gráfico III-18—, que llegó a situarlos, para la mayor parte del segundo semestre, en que permanecieron muy estables, al nivel del 7,30 por 100 para el tipo vendedor a un mes y al 7,80 por 100 para el tipo comprador a tres meses, que constituyen los límites inferior y superior de todos los tipos practicados. El convencimiento de que el diferencial entre el tipo comprador y vendedor tenía que ser sustancial para estimular las transacciones interbancarias en bonos, llevó a la renuncia a este objetivo y a la reducción del diferencial entre tipo vendedor y comprador a 0,10 puntos porcentuales, en diciembre, y a 0,05 puntos, en enero de 1974, con el fin de conseguir el objetivo, contrapuesto al anterior, de aumentar la rentabilidad de los bonos revendidos a muy corto plazo, objetivo deseable para aumentar el atractivo de ese instrumento como inversión a corto plazo y permitir una regulación más a corto de los activos líquidos (2). La emisión de bonos a un mes se inició en agosto y, tendiendo a concentrarse en ellos todas las transacciones, se llegó, ya en 1974, a la suspensión de las emisiones a tres meses, al observarse que la emisión de bonos a plazos distintos planteaba, dada la política de recompra practicada, distorsiones indeseables en la estructura de rentabilidades de los bonos. Finalmente es de destacar que a lo largo del año fuera ampliándose el número de instituciones que operaban en el mercado de bonos (3).

(1) Informe de 1972, páginas 129-34.

(2) Dados unos tipos de interés vendedor y comprador fijos, siendo el segundo superior al primero, la rentabilidad del bono solo es igual al primero si se mantiene hasta el vencimiento. En caso de reventa, la rentabilidad queda definida por una curva exponencial creciente, que tiene por límite superior el primer tipo al vencimiento del bono, pero que parte de valores muy bajos, o incluso negativos, en el caso de reventa del bono al día siguiente de su compra. La reducción del diferencial entre el tipo vendedor y comprador permite aumentar sensiblemente la rentabilidad de los bonos retenidos durante muy pocos días.

(3) Hasta finales de junio de 1973 solo habían actuado en él 17 bancos, 5 cajas de ahorros, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorros, 1 fondo de inversión y 1 sociedad de inversión. A finales de 1973 habían intervenido ya 21 bancos, 6 cajas de ahorros, incluida la Confederación, 4 fondos, 16 sociedades de inversión y 1 sociedad de capitalización. Esta tendencia proseguía en 1974, en que, además, se dio entrada a las compañías de seguros (véase, sobre este último punto, el epígrafe 8).

En cuanto a los créditos personales a la banca, 1973 aportó también novedades. El Banco de España venía practicando desde hace muchos años la concesión de créditos personales a la banca, pero éstos habían tenido siempre un carácter muy excepcional, bien para atender problemas especiales transitorios de instituciones concretas, bien para resolver en alguna ocasión las dificultades estacionales de liquidez típicas del mes de julio y, en menor medida, de diciembre, por las masivas retiradas de billetes. En 1973 empezaron a utilizarse esas operaciones de modo más sistemático, como instrumentos de regulación de los activos líquidos del sistema bancario. El fenómeno se inició con el otorgamiento de un volumen masivo de esas operaciones en julio, por las ya conocidas razones estacionales; pero prosiguió, en pequeña escala, a lo largo del resto del año y, con más intensidad ya, en 1974 (véase Capítulo V), utilizándose la regulación tanto de la concesión como de la cancelación de tales operaciones para influir en el volumen total de activos líquidos. Técnicamente, esas operaciones se instrumentaron como préstamos que debían ser retirados en su integridad en el momento de su concesión —por tanto, sin «disponibles»—, a plazos variables entre muy pocos días y un mes y a costes que implicaban tipos de interés variables, también según los momentos, y, en general, algo por encima de los vigentes en el mercado interbancario. Tales operaciones las realizó el Banco de España con una notable discrecionalidad, por lo que se refiere a su total volumen, en comparación con las formas tradicionales de crédito al sistema bancario, pero ello no quiere decir que no estuvieran abiertas a todas las instituciones bancarias. En los primeros momentos fueron pocos los bancos que hicieron uso de ese esquema, pero poco a poco, sobre todo ya en 1974, el número de las que lo habían utilizado fue en aumento.

La utilización conjunta en muchos momentos de los dos mecanismos descritos —véase gráfico III-13— puede parecer contradictoria, puesto que si el de los bonos está destinado básicamente a absorber liquidez, el de los créditos personales está destinado a crearla. Pero si, en líneas generales, debe predominar uno u otro, y así ocurrió en realidad, no puede excluirse su utilización conjunta, pues, al margen de transitorias coincidencias por no haber vencido operaciones previas, es la falta de fluidez del mercado interbancario la que obliga en muchos momentos a que el Banco de España opere en sentido contrario con unas u otras instituciones. En todo caso, lo importante no es esto, sino que el volumen global de las intervenciones del Banco sea el apropiado.

Pasando ya a las intervenciones de la autoridad monetaria, el punto de partida lo constituye la firmeza y claridad con que en los meses de julio y agosto se formuló el objetivo de obtener una desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas del 28 por 100 aproximadamente en vigor durante la primera mitad del año a un 20 por 100 aproximadamente a final de año. El nivel de activos líquidos del mes de julio, en una situación de bajos excedentes de liquidez en la banca —véase gráficos III-12 y III-16—, hacía que fuera necesario inyectar solo pequeños incrementos mensuales de activos líquidos hasta fin de año para conseguir ese objetivo. Esa es la política que se prosiguió, con bastante éxito, hasta mediados de octubre de 1973. La preocupación del Gobierno por las alzas de precios, coincidiendo con tasas bastante fuertes de expansión del crédito bancario —en sí, compatibles con la desaceleración que estaba

teniendo lugar con los depósitos (véase epígrafe 3)—, llevaron a una reformulación de los objetivos de la política monetaria, para imprimirle un sesgo más restrictivo, tendente a anticipar el logro de los objetivos señalados para final del año. La reducción a mediados de octubre de las líneas de redescuento ordinario en unos 5.000 millones marca el inicio de esta nueva fase, que iba a proseguir hasta el mes de diciembre. El gráfico III-13 muestra que, paradójicamente, la intervención de la autoridad monetaria fue más bien expansiva a partir de entonces, pero esto hay que contraponerlo a una inversión de la tendencia general de los factores autónomos, que, justo en esos momentos, pasó a ser contractiva. La insuficiente compensación de ésta, conscientemente practicada por el Banco de España, explica que el nivel medio de los activos líquidos del sistema bancario acusara un fuerte descenso en los últimos meses del año. Estas cifras de activos líquidos hubieran llevado a una rápida detención del proceso de expansión bancaria, de mantenerse por mucho tiempo, y la evidencia de ello es la que llevó a restablecer, a principios de 1974, la continuidad con los objetivos propuestos a mediados de 1973 y a permitir que los activos líquidos recuperaran el nivel que les hubiera correspondido en ausencia de este período restrictivo. Pero de este tema, que corresponde ya a 1974, se hablará en el Capítulo final de este Informe.

La experiencia de 1973, compleja por las especiales circunstancias en que se desarrolló, entraña lecciones bastante útiles. La primera es que, con instrumentos adecuados, es posible controlar con razonable precisión el volumen de activos líquidos, hecho muy positivo cuando la eficacia de todo el planteamiento del control monetario a partir de esa magnitud ha quedado también confirmada, como después se verá. La segunda es que las perfecciones posibles en las técnicas de control de aquella magnitud carecen de sentido sin una formulación clara y debidamente cuantificada de los objetivos a perseguir, que permita a su vez señalar objetivos, precisamente cuantificados, respecto a la evolución de los activos líquidos que se desea controlar. Finalmente, y aunque el tema corresponde más bien a otra parte de este Capítulo, una tercera conclusión es que no es conveniente que el nivel de activos líquidos, dejando aparte transitorias fluctuaciones, experimente cambios de nivel bruscos, que solo pueden llevar a situaciones de excesiva fluidez o de crisis en el sistema bancario, desorientando a éste y alterando sus respuestas normales, con el consiguiente perjuicio de la eficacia de la acción de la autoridad monetaria. En otros términos, si la política monetaria no debe ser más que gradual y progresiva, esto se aplica ante todo al control del nivel de los activos líquidos del sistema bancario, donde los excesos en uno u otro sentido están llamados a provocar excesos en sentido contrario y a mermar la efectividad global de la política perseguida.

5. La retención de activos líquidos a través de los coeficientes de caja y los depósitos obligatorios.

La acción reguladora por la autoridad monetaria del volumen de activos líquidos del sistema bancario disponible para sustentar la expansión de éste no termina con el simple control del nivel de aquéllos descrito en el epígrafe anterior. Las necesidades de activos líquidos por parte

del sistema bancario, en efecto, no están condicionadas solo por el ritmo de expansión de sus depósitos, sino también por la exigencia legal de mantener un volumen mínimo de aquéllos en proporción a éstos. La manipulación por la autoridad monetaria de esos niveles mínimos constituye así una segunda e importante faceta de su actuación reguladora, concretada en nuestro caso con el coeficiente de caja, por un lado, y en los depósitos obligatorios exigidos como contrapartida de los pasivos en pesetas convertibles, por otro. En este terreno, la actuación de la autoridad monetaria a lo largo de 1973 tuvo dos momentos distintos: uno, de signo restrictivo, en el mes de marzo, y otro, de signo expansivo, en el de diciembre.

La actuación restrictiva de los primeros meses de 1973, que formaba parte de la acción global encaminada a contrarrestar el fuerte aumento de los activos líquidos en el mes de enero, fue descrita en detalle en el Informe precedente (1), por lo que aquí bastará recordar sus líneas generales. En materia de coeficiente de caja, la Orden Ministerial de 1 de marzo de 1973 sustituyó el método anterior, de exigencia del coeficiente como media de las cifras de seis días del mes, por la exigencia de su cumplimiento diario. Esto implicaba un notable endurecimiento de esta norma y equivalía de hecho a una elevación del coeficiente, difícil de cuantificar, pero que debía aproximarse a un punto porcentual. Inmediatamente después, la Orden Ministerial de 16 de marzo de 1973 —tras otra disposición de 6 de febrero de 1973, cuyos efectos no tuvieron tiempo de materializarse— aportó un sensible incremento de los depósitos obligatorios exigidos en contrapartida de los pasivos en pesetas convertibles. Se extendía la exigencia de constituir depósitos obligatorios por el 100 por 100 de los incrementos de todos estos saldos— antes solo era el 50 por 100 para los pasivos a más de tres meses—, se incluía en esta norma a las cajas de ahorros y, lo más importante, se aplicaba a una parte importante de los saldos existentes. Así se produjo, en el mes de marzo de 1973, una retención extraordinaria de unos 6.000 millones por este concepto.

El resto del año transcurrió sin nuevas normas al respecto y el proceso de retención de activos líquidos fue procediendo de un modo automático, al ritmo de aumento de los pasivos que lo condicionaban. Este fue muy fuerte en los depósitos que servían de base al coeficiente de caja, como ya se vio en el epígrafe 3, y muy escaso en el de los pasivos en pesetas convertibles, de modo que el coeficiente de caja fue en realidad el instrumento efectivo de retención. La detención del crecimiento de los pasivos en pesetas convertibles era, por lo demás, el efecto precisamente buscado, pues la finalidad básica de los depósitos obligatorios no era aumentar las retenciones de liquidez —exceptuando la retención extraordinaria del mes de marzo—, sino cerrar la posibilidad de que la banca pudiera aumentar su liquidez endeudándose por ese conducto en el extranjero.

Las medidas siguientes surgieron a finales de año, tras la fase de descenso de los activos líquidos iniciada a mediados de octubre de 1973 y proseguida hasta final de año, que se describió

(1) Informe de 1972, páginas 153-157.

CUADRO III-3

Activos líquidos y excedentes de liquidez del sistema bancario

Miles de millones de pesetas

VARIACIONES NETAS	1971	1972	1973	1972				1973				1974
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	
I. Activos líquidos del sistema bancario según Banco de España	59,0	24,3	18,8	20,6	— 5,4	9,2	— 0,2	30,8	— 2,9	— 5,6	— 3,4	14,6
Ajuste (a)	1,7	— 0,3	— 1,6	0,1	1,4	— 3,9	2,0	— 1,1	0,1	1,3	— 1,9	0,5
II. Activos líquidos del sistema bancario según éste (III + IV)	60,6	24,0	17,3	20,7	— 4,1	5,3	2,1	29,7	— 2,8	— 4,5	— 5,1	15,1
Banca	59,3	— 5,4	8,5	— 1,7	— 7,5	6,0	— 2,2	29,0	— 5,1	— 5,9	— 9,6	15,3
Cajas	1,3	29,4	8,8	22,4	3,4	— 0,7	4,3	0,7	2,3	1,4	— 4,5	— 0,2
III. Autoridad monetaria: retención de activos líquidos	33,5	51,3	32,3	21,3	7,0	8,8	14,2	12,7	14,4	9,0	— 3,8	19,4
Banca:												
Coeficiente de caja	20,9	25,0	13,8	0,9	5,9	6,3	11,9	4,4	8,9	7,3	— 6,8	19,0
Depósitos obligatorios	1,9	0,9	10,5	0,1	— 0,2	0,7	0,3	6,9	3,7	— 0,7	0,5	— 1,4
Cajas:												
Coeficiente de caja	10,7	25,4	7,9	20,3	1,3	1,8	2,0	1,4	1,7	2,4	2,5	1,8
Depósitos obligatorios	—	—	0,1	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—
IV. Excedente de liquidez del sistema bancario (II-III)	27,2	— 27,3	— 15,0	— 0,6	— 11,1	— 3,5	— 12,1	17,0	— 17,2	— 13,5	— 1,3	— 4,3
Banca	36,5	— 31,3	— 15,7	— 2,7	— 13,2	— 1,0	— 14,4	17,7	— 17,6	— 12,5	— 3,3	— 2,3
Cajas	— 9,3	4,0	0,7	2,1	2,1	— 2,5	2,3	— 0,7	0,4	— 1,0	2,0	— 2,0
Excedentes de liquidez del sistema bancario. Saldos a fin de período	60,8	33,5	18,5	60,3	48,0	45,7	33,5	50,5	33,3	19,9	18,5	14,2

(a) Diferencia entre datos según balances del Banco de España y balances de la banca privada y cajas de ahorros, debida principalmente a partidas en curso.

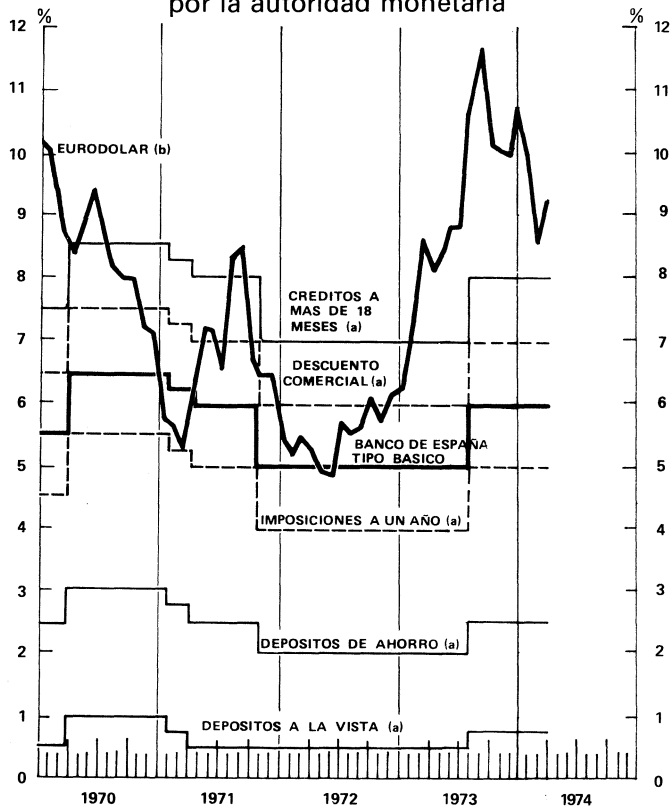
FUENTE: Balances de la banca privada y de las cajas de ahorro.

en el epígrafe precedente. La evidencia de que esta actuación creaba una situación difícil a la banca aconsejó aprovechar el momento para introducir una deseable reforma técnica del coeficiente y, por Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973, se excluyó de los pasivos computables en la banca los depósitos en ésta de las cajas de ahorros. El efecto de la medida puede resumirse en su equivalencia a una reducción del coeficiente en unos 0,25 puntos porcentuales en la banca comercial y en unos 0,50 puntos en la industrial (1). Dadas las tensiones de liquidez previsible, como resultado de los movimientos estacionales del efectivo, a final de año, el Banco de España autorizó además una reducción transitoria del coeficiente de caja, solo para los bancos comerciales, del 7,50 por 100 al 6,75 por 100 desde el 13 de diciembre de 1973 hasta el 10 de enero de 1974. Ya en el año 1974 se adoptaron nuevas medidas al respecto,

cuyo análisis se pospone al Capítulo final de este Informe.

GRAFICO III-14

Principales tipos de interés a corto plazo regulados por la autoridad monetaria



(a). Tipos máximos aplicables por la banca y las cajas de ahorro.

(b). Depósitos a tres meses en Londres. Media mensual de cifras de los viernes (Fuente: Financial Times). Se recoge aquí como al más representativo de los tipos de interés extranjeros.

Introduciendo ahora estos elementos en el análisis del epígrafe anterior, la conclusión es que la actuación de la autoridad monetaria fue algo más restrictiva, en marzo de 1973, y algo más expansiva, en diciembre de 1973, de lo que podía deducirse de la mera consideración del volumen de activos líquidos creados.

6. La política de tipos de interés.

En materia de tipos de interés, la principal medida del año fue la elevación, por Orden Ministerial de 26 de julio de 1973, del tipo básico del Banco de España en un punto, del 5 al 6 por 100 —gráfico III-14—, con movimientos paralelos de casi todos los restantes tipos de

(1) Véase una exposición más detallada de estos cálculos y un comentario más extenso de la medida en el epígrafe 8 de este Capítulo.

interés controlados, excepto los de los depósitos de ahorro, aumentados en 0,5 puntos, y a la vista, elevados en solo 0,25 (1). La medida destaca, en el plano psicológico, por ser indicativa del inicio de una fase en que la política monetaria entraba en línea netamente más restrictiva y, en el plano institucional, por contener implícitamente una derogación de la libertad de tipos de interés antes existente para los depósitos a más de dos años en los bancos industriales. En el terreno coyuntural, por el contrario, su importancia fue relativamente menor.

Dada la vinculación entre el tipo básico y otros muchos tipos de interés de mercado, la medida, como todas las análogas de los últimos años, tiene efectos, que conviene distinguir, en dos planos completamente distintos: el de las operaciones del sistema bancario con el público, por un lado, y el de las operaciones del Banco de España con el sistema bancario, por otro. En ambos casos ocurre que, siendo el objetivo principal perseguido en los últimos años por la autoridad monetaria el control del volumen de las disponibilidades líquidas, con un control implícito sobre varios otros flujos financieros, no cabe que los tipos de interés, variables dependientes de aquéllos, puedan ser también objetivos en sí mismos, por el riesgo de incongruencias que derivarán de la fijación independiente de ambos. En cuanto a los tipos de las operaciones entre el público y el sistema bancario, la consecuencia es que la única actitud coherente con los objetivos generales hoy perseguidos por la política monetaria es la de una aceptación pasiva del nivel a que en cada momento se sitúen, determinado por el grado de expansión monetaria, las expectativas de evolución de los precios y la intensidad de la demanda en general, y, por lo tanto, el único régimen compatible es el de libertad en su fijación. En cuanto a las operaciones entre el Banco de España y el sistema bancario la cosa es distinta, puesto que si no cabe fijarlos como objetivos, sí cabe controlarlos como medio instrumental para lograr que el volumen de las operaciones entre el Banco de España y el sistema bancario por ellos afectadas alcance los niveles deseados por aquél, que es el verdadero objetivo instrumental perseguido.

A salvo de algunos casos, los tipos de interés de las operaciones del sistema bancario con el público no responden al esquema antes apuntado y, en general, están controlados por la autoridad monetaria y estrechamente vinculados al tipo básico del Banco de España. Además, este control se incrementó, en julio de 1973, por la ya aludida supresión de la libertad de fijación de los tipos de interés de los depósitos a más de dos años (2). Otra característica de los tipos controlados es que estén sistemáticamente por debajo, a mayor o menor distancia, de los que prevalecerían en un mercado libre. En esas condiciones, la política practicada por las autoridades en materia de modificación de los tipos controlados está llamada a ser poco relevante, puesto que casi inevitablemente consistirá en una ratificación oficial, más o menos retrasada, de la evolución de los tipos de interés libres, evolución determinada por las propias acciones de la política monetaria en

(1) Véase una exposición más detallada de la medida y de sus repercusiones sobre los diversos tipos de interés en el epígrafe 8.

(2) Esta se comenta con detalle en el epígrafe 8 de este Capítulo.

otros terrenos. Esta es precisamente la característica de la elevación general de tipos del mes de julio de 1973, que no hacía más que situar los tipos de interés controlados más en línea con las condiciones generales que prevalecían en los mercados financieros tanto interiores como exteriores. En el interior, el mercado interbancario a tres meses estaba netamente por encima del tipo básico del Banco de España desde hacía bastantes meses —gráfico III-17—, mientras que los tipos de interés exteriores —véase gráficos III-14 y I-3— habían experimentado incremento fortísimo a principios de 1973 y se situaban a gran distancia por encima de los tipos españoles. Si los nuevos tipos de interés eran más acordes a las condiciones generales de los mercados financieros, no es de presumir que alteraran básicamente la demanda de los instrumentos financieros por ellos afectados. Una posible excepción, que se analizará mejor en el Capítulo siguiente, es que, al alterar la estructura de los tipos de interés de los depósitos bancarios en contra de los depósitos a la vista, contribuyera a que la desaceleración de la oferta monetaria en la segunda mitad de 1973 fuera más rápida que la de las disponibilidades líquidas —gráfico III-1—, fenómeno que, en todo caso, es dudoso tuviera gran trascendencia económica. No parece muy probable, por lo demás, que el encarecimiento de la financiación bancaria de ahí resultante moderara la demanda de crédito, ni que la mayor remuneración de los depósitos constituyera, en un contexto intensamente inflacionista, un freno para el aumento del gasto, todo lo cual hace pensar que el impacto de la medida sobre el proceso de expansión monetaria y sobre la demanda global no pasó de modesto. Por otro lado, la propia acción de las autoridades monetarias iba a hacer que en los meses siguientes el distanciamiento entre los tipos libres y los tipos controlados aumentara de nuevo por el rápido incremento de los primeros —gráfico III-17—, como se verá en el epígrafe 7, por lo que es probable que pronto se perdiera la virtualidad del alza de los tipos controlados. Algo parecido ocurría con los tipos exteriores, que experimentaron una fuerte elevación por las mismas fechas en que se elevaba en España el tipo básico. En cuanto al posible impacto psicológico de la medida, no cabe dudar de él, pero sí es difícil valorarlo, sobre todo porque el mercado venía descontándola desde hacía varios meses.

Pasando ahora al terreno de las operaciones entre el Banco de España y el sistema bancario, donde los tipos de interés controlados por aquél son verdaderos instrumentos de política monetaria, los efectos de la medida comentada fueron pequeños, tanto porque los tipos interbancarios se encontraban ya por encima de los nuevos tipos, como por el hecho del escaso alcance de la medida. Algunas modalidades de crédito del Banco de España al sistema bancario —redescuento de pólizas de E. O. C. y pagarés del S. N. C.— no tienen sus tipos ligados al tipo básico y no se modificaron; otras eran operaciones a largo plazo a extinguir —redescuento especial—, que quedaban excluidas de la medida; y de las modalidades afectadas, redescuento ordinario y pignoración, la primera era escasamente importante y la segunda se viene caracterizando en los últimos años por un nivel de disposición prácticamente nulo (1).

(1) Sobre las razones de ello, véase Informe de 1972, páginas 160-62.

Dos excepciones hay que hacer, sin embargo, a lo anterior, relativas a otros tipos de interés no vinculados al tipo básico, pero que experimentaron cambios a lo largo de 1973. La primera se refiere al tipo de interés, determinado por el Banco de España, de los bonos del Tesoro. Como ya se indicó, éste había sido incrementado en abril de 1973 y se elevó de nuevo en julio —gráfico III-17—, situándose en todos los casos por encima del tipo básico y a un nivel que, sin ser excesivo, resultó bastante para atraer una demanda de bonos por parte de las instituciones bancarias en consonancia con los objetivos perseguidos al respecto. El otro caso es el de los créditos personales a la banca, otorgados de forma intermitente en la segunda mitad de 1973, para los cuales se fijaron costes netamente más elevados y alineados con los del mercado interbancario. Ninguna de las dos experiencias puede considerarse como definitiva, dada la importancia relativamente escasa de uno y otro mercado. Sin embargo, es importante, como síntoma, el que las dos clases de operaciones que sirven para una regulación flexible de los activos líquidos del sistema bancario se hayan podido desarrollar, dentro de un marco de tipos controlados por la autoridad, a niveles más realistas y con una flexibilidad mayor que el tipo básico. Se trata de una evolución positiva que es de desear llegue a consolidarse en el futuro y a hacerse extensiva a las formas clásicas de financiación del sistema bancario por el Banco de España.

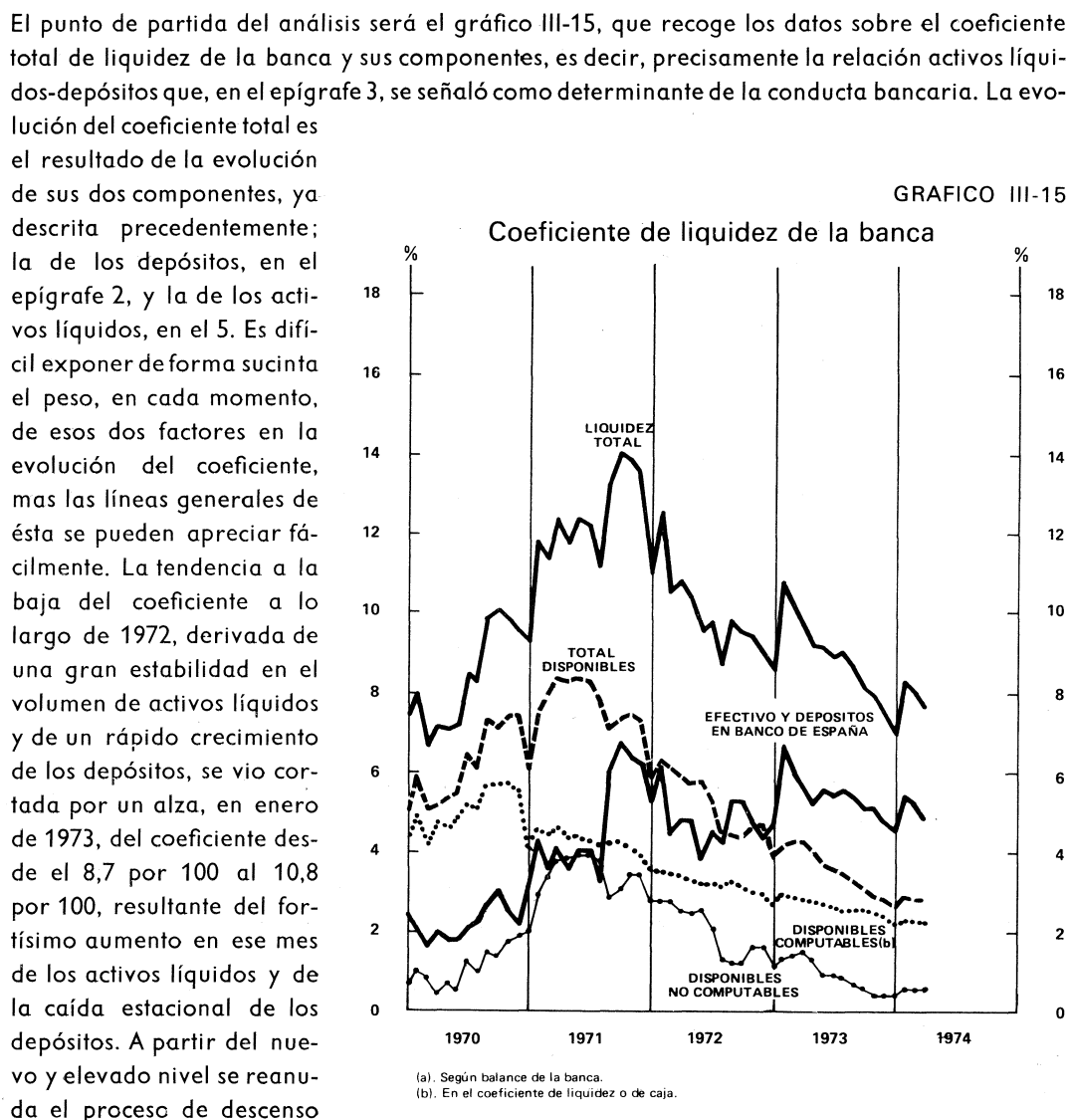
7. La demanda bancaria de excedentes de liquidez y el proceso de expansión.

Descritas ya todas las piezas que componen el proceso de expansión del sistema bancario, procede establecer ahora los nexos entre ellas, en la búsqueda de relaciones causales que, si no se podrán precisar en exceso, no dejan de ser bastante claras. En el curso de ese análisis surgirá el tema de la evolución de los tipos de interés no sometidos a control.

Siguiendo el procedimiento aplicado en el Informe precedente, el análisis se desarrollará mediante una comparación del proceso de expansión del sistema bancario en su conjunto y la liquidez de una sola de sus piezas, la banca privada. Este planteamiento tiene inconvenientes muy pequeños, dado que los excedentes de liquidez se acumulan sistemáticamente en la banca privada, por operar las cajas de ahorros prácticamente sin excedentes (1), y dado también, aunque esto no es tan sistemático, que la evolución de los depósitos de las cajas de ahorros difiere poco de la de los depósitos de la banca. El análisis resulta así más sencillo y tiene la ventaja de reflejar mejor la forma como en realidad opera el Banco de España al instrumentar la política monetaria (2).

(1) Sobre este punto, véase Informe de 1972, páginas 165-67.

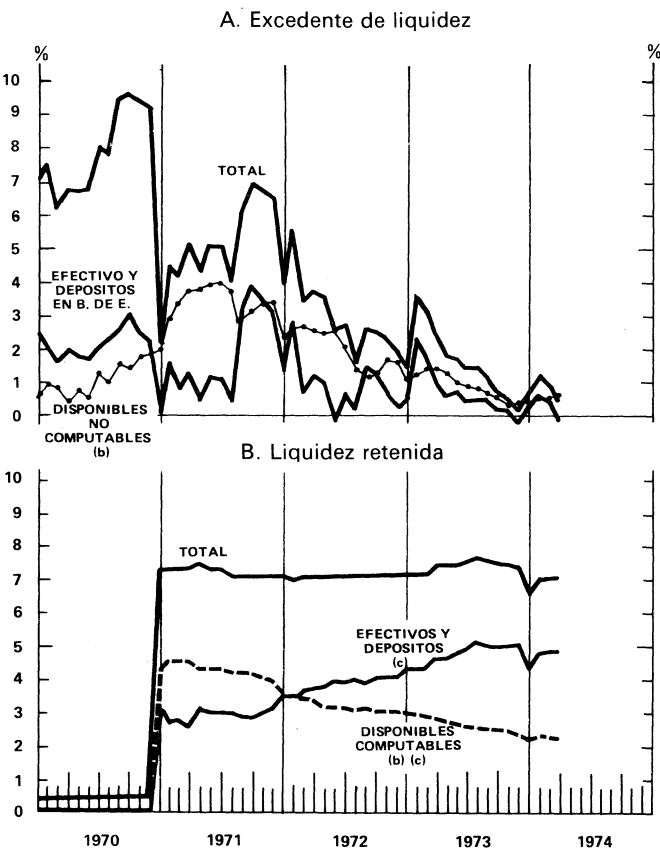
(2) Siguiendo un criterio rigurosamente lógico, caben dos formas de analizar el proceso de expansión del sistema bancario. Una es globalmente, elaborando estadísticas sobre la posición de liquidez del conjunto del sistema bancario. Si no se sigue este procedimiento es por la falta de las estadísticas adecuadas, que podrían ciertamente elaborarse. La razón principal de que no existan es que, por el momento, no está claro que las ventajas del procedimiento compensen el esfuerzo material, las peculiares dificultades estadísticas que surgirán y, sobre todo, el inconveniente de englobar dos grupos de instituciones —banca



y cajas— cuyas conductas distan de ser semejantes. Alternativamente, el proceso de expansión podría estudiarse analizando separadamente cada una de sus piezas. Eso implicaría añadir a los factores considerados hasta aquí un tercer elemento, que serían los flujos financieros que discurren entre los diversos grupos de instituciones, entre los que destacan el de las cajas de ahorros hacia la banca y el de ésta hacia el crédito oficial. Para un análisis del proceso de expansión en su conjunto, destinado a explicar la evolución de una magnitud global como las disponibilidades líquidas, ese planteamiento resulta excesivamente complejo, si bien por la importancia del tema se hablará de esa desagregación en el Capítulo siguiente. En suma, el planteamiento propuesto en el texto es un compromiso entre esas dos alternativas, basado en sus ventajas prácticas y en el escaso margen de error que introduce.

que, con variable intensidad, iba a caracterizar todo el resto del año. En los primeros meses del año, la caída es relativamente rápida, producto de una disminución más intensa de los activos líquidos y de un crecimiento particularmente rápido de los depósitos. Este prosigue en el segundo trimestre del año, pero la ligera tendencia al alza de los activos líquidos hace que la caída del coeficiente se modere. Desde mediados de año, la disminución del coeficiente es de nuevo muy rápida, resultado del aumento de los depósitos a tasas que, aunque cada vez más bajas, siguen siendo elevadas y de la sistemática disminución de los activos líquidos, particularmente en el último trimestre del año. Se alcanza así un mínimo del 7,1 por 100 a finales de año, que deja paso, en los primeros meses de 1974, a una situación más holgada. Un hecho importante, sin embargo, es que las cifras relativamente bajas de finales de 1972, superadas por la evolución de enero de 1973, no vuelven a alcanzarse hasta mediados de este año.

GRAFICO III-16
Coeficiente de liquidez de la banca: Liquidez retenida y excedente de liquidez (a)



(a). Según balance de la banca.
(b). En el coeficiente de liquidez o de caja.
(c). Hasta noviembre de 1970 inclusive toda la liquidez retenida estuvo prácticamente cubierta con disponibles computables.

La evolución anterior dice poco por sí misma, puesto que no es el total de liquidez el que determina la conducta de la banca, sino los excedentes de ésta por encima de un nivel mínimo. Este tiene dos componentes: uno derivado de la exigencia legal de unos mínimos y otro del deseo de mantener, por diversas razones precautorias, unos saldos mínimos adicionales a los legalmente requeridos. El primer componente es relativamente fácil de analizar; el segundo entraña, en cambio, los más delicados problemas de todo el proceso de control de la expansión del sistema bancario.

En el gráfico III-16 se ha dividido el coeficiente de liquidez total entre la parte exigida por normas legales —coeficiente de caja y depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles— o «liquidez retenida» y la diferencia hasta el total o «exce-

dente de liquidez». Las cifras relativas a la «liquidez retenida» muestran, en forma de porcentajes sobre depósitos de la banca, el efecto de las medidas descritas en el epígrafe 5. Las cifras acusan el aumento, en marzo, de los depósitos obligatorios allí comentado, otras pequeñas fluctuaciones a lo largo del año, por cambios en esos mismos depósitos derivados de las fluctuaciones de los pasivos en pesetas convertibles y, ya en diciembre, las dos reducciones sucesivas del coeficiente: la primera, por eliminación de los depósitos de las cajas de ahorros en la banca de entre los pasivos computables, y la segunda, de carácter transitorio. La evolución recogida en el gráfico es, empero, poco fiel, puesto que no refleja la modificación, en marzo de 1973, del sistema de cómputo del coeficiente, equivalente, de hecho, a una elevación, difícil de cuantificar, del coeficiente (1).

En conjunto, sin embargo, el porcentaje de liquidez retenida permaneció a lo largo de todo el año a un nivel bastante estable. En cuanto a la composición de esta liquidez retenida, prosiguió sistemáticamente —gráfico III-16.B— la pérdida de importancia de los disponibles computables y el peso creciente del efectivo y depósitos, fenómeno solo alterado en cuanto al último componente por los cambios en el total de liquidez retenida. Se trata de un fenómeno totalmente previsible y que proseguirá, sin duda, en años ulteriores. Por haberse analizado extensamente en Informes precedentes (2), resulta innecesario insistir aquí en las razones del mismo.

Las cifras de excedentes de liquidez —gráfico III-16.A— requieren dos observaciones. Una, simple consecuencia de lo ya señalado en la página 144, es que toda la serie de coeficientes de liquidez y, en consecuencia, de excedentes de liquidez, referida a datos a fin de mes, coincide con las posiciones mínimas de cada mes y subestima el nivel medio mensual de los excedentes. Si se comparan las cifras del gráfico III-16.A con las cifras diarias que figuran en el gráfico III-12, se verá claramente esa subestimación, que no es despreciable y, por desgracia, tampoco es sistemática. La segunda observación se refiere a los cambios en los métodos de cómputo de la liquidez retenida introducidos en marzo de 1973 y febrero de 1974. Los excedentes calculados para el período marzo 1973-febrero 1974 son los correctos, pero no es así para el período anterior y posterior, donde los excedentes se han calculado por diferencia con el coeficiente legal, cuando éste no era aplicable a cada una de las fechas de cálculo, sino para un promedio de fechas. En otros términos, existe una exageración de la liquidez retenida y una subestimación de los excedentes. Esta no es fácil de cuantificar, pero es ciertamente mayor para el período anterior a marzo de 1973 que para el período posterior a febrero de 1974 (3). Ambos fenómenos han de tenerse en cuenta a la hora de interpretar el impacto de los excedentes observados sobre la conducta de la banca.

(1) Estrictamente, las cifras de liquidez retenida a partir de marzo de 1973 son correctas y son las anteriores, las que están sobrestimadas.

(2) Informe de 1972, páginas 160-65.

(3) Esta observación es válida también para las cifras diarias del gráfico III-12, aunque en este caso es obvio que los errores de unos días se compensan con errores de signo contrario en otros días.

Dada la relativa estabilidad de la liquidez retenida a lo largo de 1973, los excedentes de liquidez reflejan bastante fielmente el perfil general del coeficiente de liquidez total ya comentado. Tras el proceso de erosión, relativamente rápido en la segunda mitad de 1972, que los había colocado a un nivel bastante bajo, el mes de enero supone una ruptura importantísima, con la elevación de los excedentes a un nivel de casi el 4 por 100, cifra que no se había alcanzado desde la primavera de 1972. Las acciones emprendidas a partir de entonces en la regulación de los activos y en la retención de los mismos, unidas al rápido crecimiento de los depósitos, hacen que los excedentes se erosionen rápidamente, particularmente en el mes de marzo, sin que, sin embargo, se vuelva a alcanzar el nivel de diciembre hasta mediados de 1973. Es probable, sin embargo, que ese nivel se alcanzara algo antes, si se tiene en cuenta la posible subestimación de los excedentes con anterioridad a marzo de 1973. Para el análisis de la segunda mitad de 1973 es preferible dirigir la atención al gráfico III-12, donde figuran cifras diarias de esa magnitud. El tercer trimestre del año se inició con excedentes ya muy moderados y se caracterizó por una relativa estabilidad de los mismos, coincidiendo con la fase en que se planeó y, en buena medida se realizó, una regulación estricta de los activos líquidos, que comportó una tendencia que, si en las cifras a fin de mes parece a la baja, considerando su nivel medio es estable, para sostener un crecimiento de los depósitos a tasas elevadas, pero decrecientes. El trimestre final del año tiene un perfil muy diferente, ya que se inicia con una política tendente a reducir de forma apreciable el nivel de activos líquidos del sistema. Los excedentes de liquidez se reducen ya en el mes de octubre, para llegar a un nivel muy bajo —incluso negativo en varias fechas, reflejando así incumplimientos del coeficiente— desde principios de noviembre hasta mediados de diciembre. En esta fecha se produce un importante alivio en la situación, por el cambio del sistema de cómputo del coeficiente de caja y su ulterior reducción transitoria, con lo que, salvando un breve período de tensiones por las retiradas de efectivo estacionales de diciembre —pagas extraordinarias y Navidades—, termina este episodio restrictivo y se inicia una fase, prolongada durante todo el primer trimestre de 1974, más similar al tercer trimestre de 1973.

Una observación final sobre la evolución de los excedentes se refiere a su composición, tal como resulta del gráfico III-16.A (1). En el Informe precedente (2) se avanzó como hipótesis un posible efecto diferencial entre el excedente de liquidez total —efectivo y depósitos (activos computables en el coeficiente de caja) y disponibles no computables— y el excedente estricto de activos computables en el coeficiente, por existir varias razones que hacían pensar que la banca tendía a mantener una política de mucha cautela en el empleo de créditos cuyo margen no utilizado no es computable en el coeficiente de caja. De este modo, parecía que el agotamiento del excedente de activos computables no daba lugar necesariamente a la conversión de los disponibles no computables en activos computables para proseguir la expansión de sus operaciones, sino más bien a la detención de éstas. La evolución de 1973 no ha confirmado

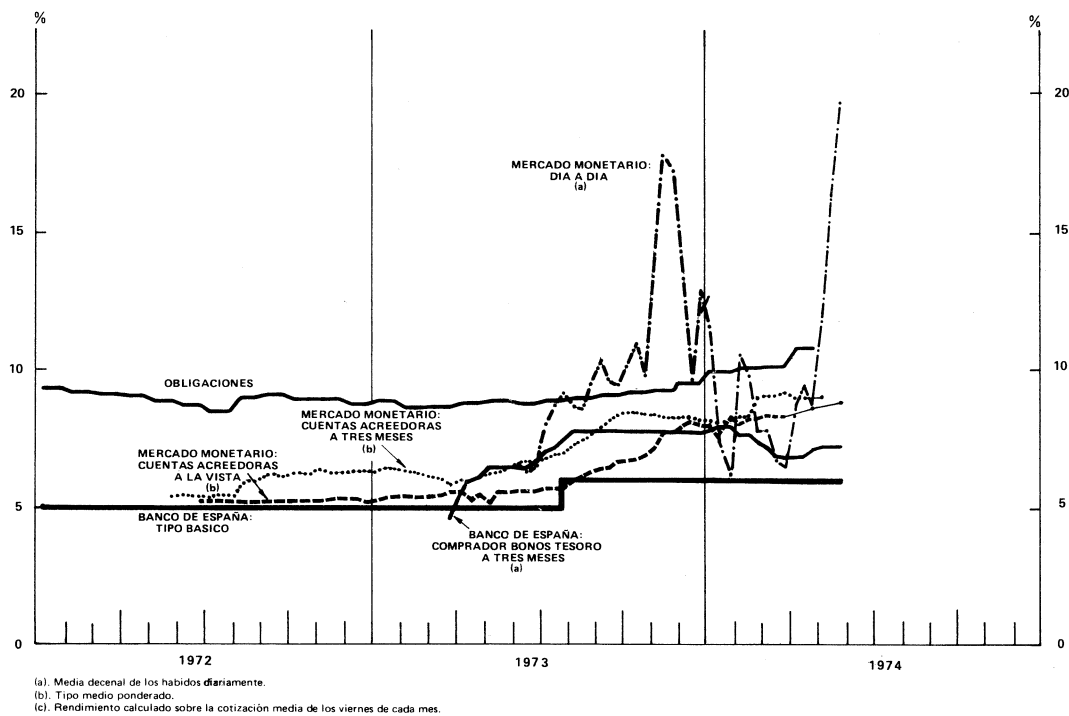
(1) La comparación, en el gráfico III-12, de las curvas «excedentes de liquidez del total de la banca» y «excedente de caja de la banca comercial» refleja en esencia los mismos fenómenos, si bien aquí existe una diferencia adicional relacionada con la exclusión del segundo concepto de la banca industrial.

(2) Informe de 1972, páginas 165 y 170.

excesivamente esta tesis, sin que por ello se pueda considerar invalidada, puesto que las diferentes circunstancias de uno y otro año pueden explicar la diferencia. Ante unos excedentes relativamente bajos a partir del segundo trimestre del año y una demanda de financiación por parte del público más intensa que en 1972, la banca empezó a disponer de esos créditos para transformar los disponibles no computables en efectivo y depósitos computables, de donde el peso cada vez menor de esos disponibles en el total de la liquidez. El proceso —al que contribuyó la reducción en octubre de los límites de redescuento ordinario— fue tan sistemático que, a finales de año, los disponibles no computables no representaban más que un 0,5 por 100 aproximadamente dentro del total coeficiente de liquidez, situación que no se había dado desde los momentos de gran tensión en el sistema bancario en 1970. El excedente de liquidez total y el excedente de activos computables fueron, en consecuencia, aproximándose y el proceso habría conducido finalmente a la igualación de ambos, de no ser por la política de aumento de los límites de redescuento ordinario reanudada en 1974. En todo caso este proceso es un valioso

Tipos de interés

GRAFICO III-17



indicador adicional del grado de presión a que se vio sometida la banca, sobre todo en la segunda mitad del año 1973.

Antes de relacionar todos los hechos con el proceso de expansión resta por presentar un elemento que, sin ser causa de los procesos que se analizan, sino más bien efecto de los mismos,

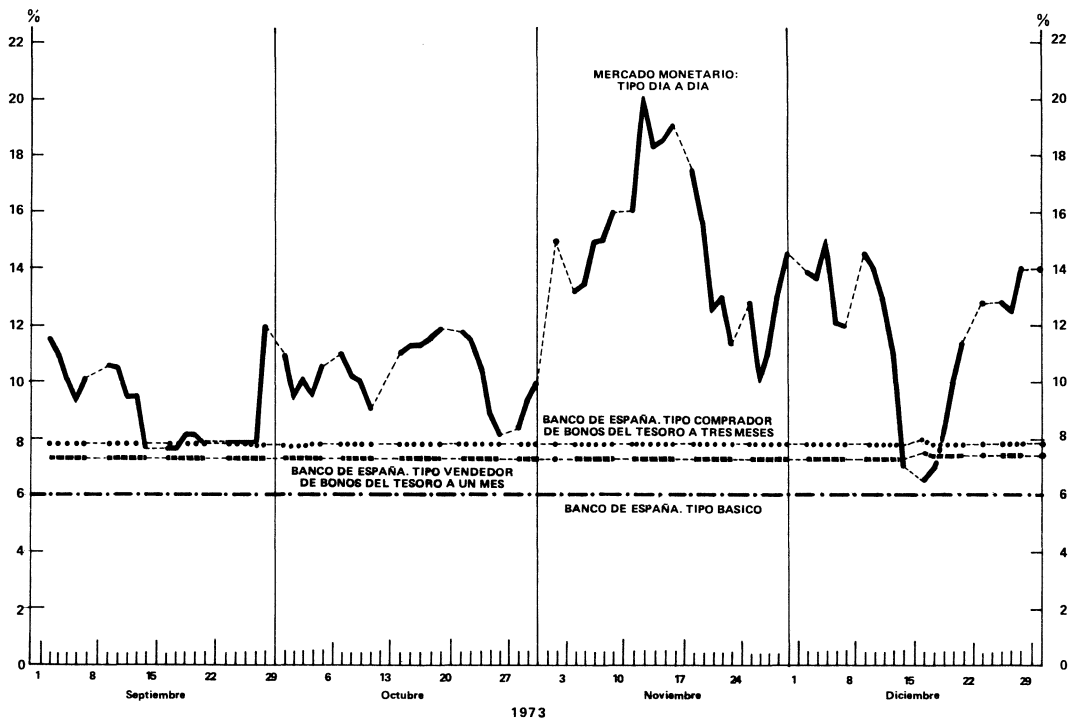
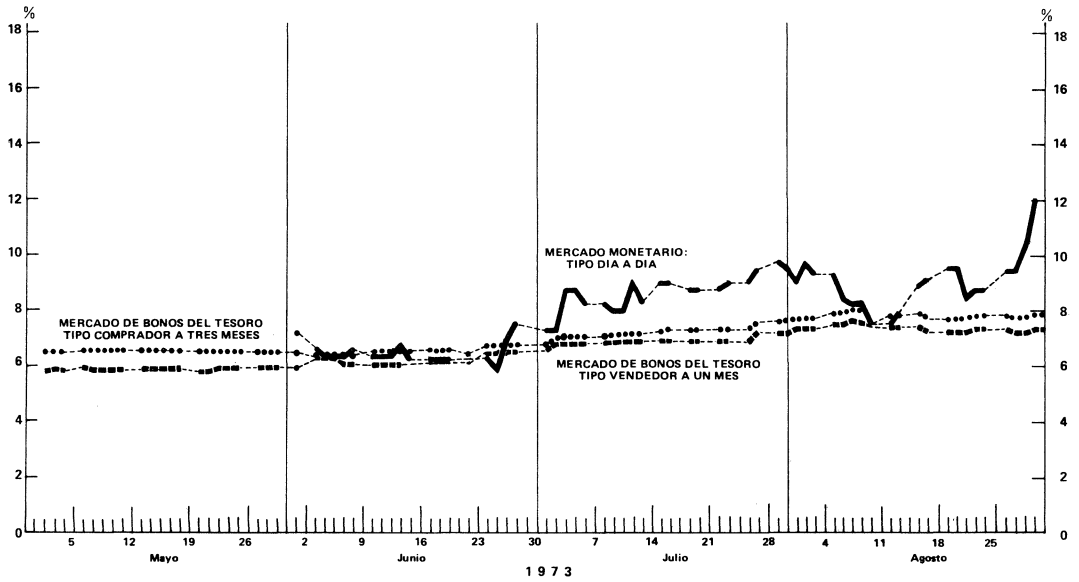
es una importante guía para juzgar la situación financiera en cada momento. Se trata, por supuesto, de los tipos de interés del mercado interbancario, no sujetos a control por la autoridad monetaria. A diferencia de los tipos de interés correspondientes a operaciones entre el sistema bancario y el público, donde el vigente sistema de control impide conocer la verdadera evolución, existe desde hace poco tiempo una información relativamente amplia y detallada sobre los del mercado interbancario, que si todavía no alcanza toda la perfección deseable (1), cumple perfectamente los fines aquí perseguidos. En el gráfico III-17 se reflejan los principales indicadores disponibles, con datos en la mayoría de los casos decenales, mientras que en el gráfico III-18 se detalla la evolución diaria del tipo de interés en las operaciones día a día del mercado interbancario. Aunque la serie disponible en este último caso sea muy breve, se trata de uno de los indicadores más fiables e interesantes, por responder a un mercado relativamente activo y bien conocido.

La evolución de estos tipos se caracteriza por una relativa estabilidad desde mediados de 1972 a mediados de 1973, para iniciarse entonces un gradual proceso de incremento, que alcanza su culminación, especialmente en lo referente a los tipos más a corto plazo, en el mes de noviembre, iniciándose entonces una flexión a la baja, dentro, sin embargo, de una tónica de tipos relativamente elevados, muy superiores, por supuesto, a cualesquiera de los tipos aplicables a operaciones bancarias de igual plazo con tipos de interés controlados. Una característica esencial de estos tipos, particularmente del tipo día a día, en su correlación inversa con el nivel de los excedentes de liquidez. Una comparación, para los tipos día a día, entre los datos del gráfico III-12 y los del gráfico III-18 lo pone inmediatamente de relieve. Pero esta simple relación no ofrece una explicación satisfactoria de los tipos. Para encontrarla hay que entrar ya en el tema de la relación entre el proceso de expansión de los «activos netos» del sistema bancario y la posición de liquidez de éste. Por supuesto, el nivel de expansión monetaria y de los «activos netos» del sistema influirá poderosamente en el nivel de los tipos de interés de equilibrio de las operaciones entre el público y el sistema bancario. Lógicamente, este efecto se trasladará a los tipos de interés del mercado interbancario. Pero éste acusará ciertamente otra clase de fenómenos, y concretamente los desfases que se produzcan entre la posición de liquidez deseada y la efectivamente vigente, todo ello relacionado con el proceso de expansión de los «activos netos» del sistema.

El punto central del análisis lo constituye el hecho de que el proceso de expansión de los «activos netos» del sistema bancario tiene una inercia considerable. Un primer factor de **inercia** lo constituye, naturalmente, la debilidad de la demanda de financiación por parte del

(1) Desde el mes de abril de 1974 se ha modificado todo el plan de recogida de estadísticas sobre el mercado interbancario y las series de que se dispondrá en el futuro serán netamente mejores que las obtenidas hasta el presente.

Tipos de interés



público —o más correctamente, la oferta de «activos netos» al sistema bancario—. Pero aun cuando esto no ocurra, como efectivamente es el caso al menos en los años 1972 y 1973, existen otros factores de inercia propios del sistema bancario. El tema es muy importante, porque de él depende en gran medida el éxito de la política proseguida. Esas inercias cabe situarlas a dos niveles distintos. Uno se refiere a la apreciación por parte de las instituciones bancarias de la tendencia seguida por el nivel de los activos líquidos. Día a día, y sobre todo a nivel de instituciones individuales, éstos pueden fluctuar intensamente, con toda clase de interferencias estacionales. Lógicamente, las instituciones bancarias no pueden dejarse influir por esas variaciones a muy corto plazo y tienden a guiar su política en materia de expansión de su activo por cambios más sistemáticos y persistentes. Pero no es fácil que las instituciones puedan percibirse a corto plazo de los cambios de tendencia, sobre todo cuando el control diario incipiente por el Banco de España ha creado una situación ambigua, en el sentido de que tienden a eliminarse patrones estacionales que se manifestaban en el pasado con más o menos automaticidad y eran conocidos por la banca y no se ha llegado, en cambio, a unos criterios rígidos de regulación conocidos de antemano por ésta. El otro nivel aludido se refiere al hecho de que, supuesto que las instituciones bancarias han detectado, o creen haber detectado, una determinada tendencia y deciden actuar en consecuencia, el proceso de expansión de los «activos netos» no se acomoda fácilmente a los deseos de las instituciones en cuestión. Esto viene determinado por muchos factores, pero, entre los más importantes, cabe citar el hecho de que la banca española se caracteriza por extensas redes de sucursales, con los consiguientes problemas de efectividad de la aplicación de las directrices centrales a nivel local; el hecho de que existan modalidades de crédito, con límites pactados de antemano, en cuyo grado de disposición no se puede influir a corto plazo; el hecho de que el descuento comercial se base con frecuencia en el señalamiento de unos «riesgos», no contractuales pero, muchas veces, conocidos por los clientes, que dificultan el control del nivel efectivo del descuento, etc. Todos estos problemas pueden ser bastante graves a nivel de instituciones individuales y constituyen una de las cuestiones que las instituciones bancarias españolas tendrán que considerar seriamente. En efecto, como se indicó en el epígrafe 3, en un sistema en que se mantenga un control estricto del crecimiento de los depósitos del sistema bancario, los «activos netos» de éste se verán sometidos a fluctuaciones de cierta intensidad y en períodos cortos y las instituciones que no estén en condiciones de regular de ese modo la expansión de sus «activos netos» se verán sometidas a serias dificultades de tesorería, con los consiguientes costes. Pero, por el momento, y a nivel global, el hecho es que esos factores de inercia siguen operando.

En esas condiciones, los tipos de interés del mercado interbancario reflejarán no solo la tendencia general de los tipos predominante en los mercados financieros, sino además los desfases adicionales que se produzcan por los desajustes entre la posición de liquidez deseada y la que resulte de un proceso de expansión de los «activos netos» que, a su vez, determina el nivel de depósitos e influye en las necesidades de liquidez y que, por el momento, no responde con toda la rapidez deseable a los cambios en las variables en las que el sistema bancario

no puede influir: activos líquidos y financiación recibida del Banco de España. Estos desfases explican dos cosas: que el nivel de excedentes pueda experimentar fluctuaciones de duración o intensidad mayor que las a muy corto plazo, sin un efecto inmediato sobre el proceso de expansión, y que, en la misma medida en que ello ocurra, los tipos de interés a muy corto plazo del mercado interbancario puedan sufrir variaciones de gran intensidad. Solo cuando el proceso de expansión se haya acomodado al nivel de liquidez deseado se restablecerá la posición de excedentes deseable y los tipos de interés interbancarios volverán a reflejar la tendencia general de los tipos vigentes en otros mercados financieros.

Con todos los elementos de juicio expuestos hasta el presente, cabe intentar ya una explicación del proceso de expansión del sistema bancario tal cual transcurrió a lo largo de 1973. Dirigiendo de nuevo la atención al gráfico III-4.B, la aceleración a lo largo del primer trimestre de 1973 del ritmo de crecimiento de los «activos netos» del sistema es un reflejo claro de la evolución de los excedentes de liquidez analizada más arriba. La paulatina disminución de esos excedentes en la segunda mitad de 1972 había contenido el proceso de expansión de esa magnitud a un nivel elevado (22 por 100, aproximadamente), pero estable. El aumento de los excedentes en el mes de enero, y la persistencia de un nivel elevado de los mismos en los meses inmediatos siguientes, a pesar de las diversas acciones emprendidas para reducirlos, permitieron que el sistema bancario, ante una demanda de financiación muy intensa, respondiera con la comentada aceleración del crecimiento de sus «activos netos». Esto explica probablemente que los tipos de interés interbancarios, que lógicamente hubieran debido disminuir en ese período por la situación de liquidez existente y el elevado ritmo de crecimiento de los depósitos, no manifestaran apenas esa tendencia. Cabe también avanzar, como explicación posible, pero menos segura, del fenómeno, el hecho de que, dada la subestimación estadística de los excedentes del año 1972 de que ya se hizo mención, la situación de la segunda mitad del mismo, aunque crecientemente difícil, no hubiera llegado a ser a finales de año todo lo intensa que parecería a primera vista. La gran estabilidad de los tipos interbancarios durante toda la segunda mitad de 1972 hace posible, al menos, esa explicación. La persistencia del rápido crecimiento de los activos rentables en el segundo y tercer trimestres del año 1973 es un resultado uniforme de dos causas totalmente distintas. A lo largo del segundo trimestre de 1973 los excedentes se encontraban a un nivel relativamente bajo, pero apreciable todavía. De hecho la capacidad de expansión del sistema no estaba bloqueada y fue simplemente la demanda de financiación la que permitió esa expansión de los activos bancarios, muy intensa, a pesar de que ya por entonces eran evidentes los esfuerzos de determinadas entidades por frenar su ritmo de expansión y la conciencia de que el fenómeno no podría proseguir. En conjunto, el proceso de expansión del sistema bancario a lo largo del primer semestre del año se ha de considerar como determinado básicamente por la demanda de financiación del público, con una respuesta pasiva del sistema bancario, al no existir un límite inmediato a esa capacidad expansiva por el insuficiente control de ese proceso. Las acciones de la autoridad monetaria tendieron a frenarlo, y ciertamente contribuyeron a impedir que fuera mucho más expansivo de lo que resultó, pero, en definitiva, el margen de respuesta del sistema bancario no había quedado suficientemente controlado.

El segundo semestre tuvo una tónica muy distinta. Como ya se señaló, los excedentes de liquidez fueron sistemáticamente pequeños desde mediados de año, lo que indica que la capacidad de expansión no era muy superior a la expansión efectivamente alcanzada. El problema es difícil de juzgar, puesto que no es posible saber con certeza qué parte de esos excedentes respondía a deseos de la banca y qué parte eran propiamente «excedentes indeseados», que son los que propiamente podían suscitar las posibilidades de expansión. Ciertamente los mínimos deseados no estaban muy lejos de los efectivos, pues de otro modo no se explicaría la rápida respuesta del sistema bancario a la situación del último trimestre del año.

El tercer trimestre del año discurre en circunstancias paradójicas, con un ritmo de crecimiento de los depósitos del sistema bancario en rápida desaceleración y, en cambio, con un ritmo de aumento de sus activos rentables tan sostenido y elevado como en meses anteriores. El gráfico III-2.B ofrece la explicación del fenómeno, por tratarse un período en que la desaceleración de los depósitos está produciéndose ya por la vía de lo que antes se denominaron «factores independientes del sistema bancario». En esencia, el aumento de los créditos del Banco de España al sistema bancario en los meses de julio y agosto, unido a una gran estabilidad de los activos líquidos, permitió que los «activos netos del sistema bancario» mantuvieran su rápido crecimiento. Las tensiones de liquidez se habían ido agudizando, sin embargo, como reflejan los tipos de interés interbancarios, con una tendencia alcista en todo ese trimestre.

El cuarto trimestre del año refleja una situación totalmente distinta. La política de control de los activos líquidos impone necesariamente un menor ritmo de crecimiento a los depósitos del sistema bancario, la contribución al crecimiento de éstos por parte de los «factores independientes» se hace negativa —reducción del nivel de activos líquidos y mantenimiento del crédito del Banco de España— y el resultado no puede ser otro que una intensa desaceleración del crecimiento de los «activos netos» del sistema bancario. Desde el punto de vista de la posición de liquidez, esto se manifiesta en las fuertes tensiones del mes de octubre y sobre todo de noviembre y primera mitad de diciembre, que fuerzan a la banca a una fuerte restricción de sus operaciones, y, en otro plano, en la espectacular alza de los tipos de interés del mercado interbancario día a día, que llegan a alcanzar cotas inusitadamente elevadas, particularmente en el mes de noviembre, en los momentos en que la caída de los activos líquidos va muy por delante de la contención por la banca del proceso de expansión.

Para terminar este epígrafe, queda una observación importante por hacer y es la de que la experiencia reciente ha demostrado que, cuando menos en una coyuntura en la que la demanda de crédito por parte del sector privado es intensa, como, en efecto, ha ocurrido en los años 1972-73, el control de la expansión del sistema bancario por la vía indirecta del control de los activos líquidos es viable y efectivo. Obsérvese que, a efectos de esta conclusión, lo de menos es el grado de control efectivo de los activos líquidos y lo importante es, en cambio, la dependencia del proceso de expansión del nivel de los activos líquidos, sea cual sea la forma en que

éste se haya alcanzado. En cuatro ocasiones, por lo menos —mediados de 1972, finales de 1972, mediados de 1973 y noviembre de 1973—, por no mencionar la experiencia más reciente de mayo de 1974, el proceso de expansión del sistema bancario ha acusado la dificultad o imposibilidad de proseguir su ritmo precedente, debido a la escasez o ausencia de unos excedentes de liquidez en que apoyarse. No es casualidad tampoco que este efecto haya sido tanto más intenso cuanto menores eran los excedentes. La experiencia de noviembre de 1973 fue así la más intensa, mientras que, en comparación, el efecto de la situación a finales de 1972 fue quizás el menos perceptible.

Esta conclusión requiere, sin embargo, algunas matizaciones. Como ya se ha señalado repetidamente, el principal problema de esta política es la dificultad de apreciar exactamente, en cada momento, el nivel real de los excedentes, determinado no tanto por el nivel de los activos líquidos en poder del sistema bancario como por el nivel mínimo deseado por éste, que puede verse afectado por una gran variedad de circunstancias no fácilmente previsibles. Quiere esto decir, que cualquier pretensión de controlar por este procedimiento el nivel día a día o incluso mes a mes del proceso de expansión está llamado al fracaso. En efecto, la política seguida tiene un margen de error y la única forma de hacer frente al problema es admitiéndolo e introduciendo en el mecanismo de control rectificaciones a corto plazo que, visto el error en una dirección, tiendan a compensarlo con una actuación en sentido contrario. Idealmente, el mecanismo vigente debería permitir un control adecuado a nivel trimestral o, si se quiere, un control eficaz de la expansión del sistema bancario, tal como se reflejaría en medias móviles trimestrales de sus magnitudes. Una mayor experiencia con el sistema quizás permitiría mejorar esos resultados, pero, por el momento, sería ilusorio pretenderlo. Aunque a primera vista esto puede parecer desalentador, en realidad no se trata de un verdadero problema, si se admite la idea de que, excluyendo restricciones a niveles realmente críticos, no puede esperarse que la política monetaria sea efectiva a plazos tan cortos como un mes. Todas las ideas hoy vigentes al respecto tienden, por el contrario, a señalar plazos de eficacia para la política monetaria relativamente largos, entre los que el plazo trimestral es más bien un mínimo que un máximo. En otros términos, la política monetaria ha de crear unas condiciones generales más o menos permisivas o restrictivas, pero no puede ni debe pretender influir a muy corto plazo en la economía. Quizás en una economía como la española, con una dependencia fuerte del sector privado respecto a la financiación bancaria, esta idea general deba cualificarse respecto a las fases de restricción, donde, por desgracia, la política monetaria ha demostrado en repetidas ocasiones su eficacia a corto plazo cuando se alcanzan niveles críticos de restricción. Pero esta eficacia deja de ser un factor positivo cuando, como también la experiencia demuestra, esas restricciones son, desde un punto de vista más general, altamente indeseables, puesto que contribuyen mucho más a provocar un cambio de expectativas empresariales y una detención de la expansión económica que a alterar a corto plazo los fenómenos inflacionistas que, normalmente, han suscitado esa clase de acciones a corto plazo. La conclusión sigue siendo, pues, la de que solo es posible una acción a plazo medio y que, por más que sea de lamentar a falta de otros instrumentos, la política monetaria no es el instrumento de acción a corto que puede alterar los procesos inflacionistas sin provocar daños

serios en el proceso de expansión de la economía. De ahí que, excluida la posibilidad de acciones curativas a corto plazo, sea tan importante una acción preventiva con un horizonte temporal más vasto. La experiencia de los últimos años ha confirmado una vez más los peligros de posponer una actuación restrictiva hasta un momento en que los efectos de la expansión monetaria excesiva eran ya irremediables y ha vuelto a dejar en pie, como el problema más importante de la política monetaria de cara al futuro, la capacidad de adoptar una tónica moderada en la fase ascendente del ciclo, para evitar la aparición de excesos de demanda de muy difícil eliminación posterior.

8. Regulación legal de los instrumentos de la política monetaria.

Como en Informes anteriores, se comentan a continuación los principales cambios experimentados en 1973 y principios de 1974 por los instrumentos de política monetaria, incorporando aquí las modificaciones de los tipos de interés regulados legalmente, que se trataron en Informes anteriores en otro lugar de este Capítulo. El análisis se centra en las modificaciones de carácter legal y no pretende ser un examen sistemático de la política desarrollada por la autoridad monetaria, tema que ya se trató anteriormente.

Los primeros meses de 1973 se caracterizaron por una intensa actividad en materia de modificaciones legales del instrumental de la política monetaria. Por haber sido objeto de comentario en el Informe anterior, se omitirá aquí la exposición detallada de esas medidas. Será útil, sin embargo, recordarlas brevemente, citando los lugares del Informe de 1972 en que se estudiaron detenidamente.

La Orden Ministerial del 25 de enero de 1973 fijó las características de los **bonos del Tesoro** y autorizó su emisión hasta un límite de 6.000 millones de pesetas. Más tarde el límite fue ampliado a 10.000 millones, por Orden Ministerial de 3 de marzo de 1973, que dio paso a la intervención del Banco de España en el mercado de esos títulos (1). La regulación de los **depósitos obligatorios** en el Banco de España, al efecto de controlar los movimientos de los depósitos en pesetas convertibles, se modificó por Orden Ministerial de 6 de febrero de 1973, siendo sustituida al mes siguiente por la Orden Ministerial de 16 de marzo, que supuso no solo una nueva regulación de los depósitos obligatorios, sino también de las propias cuentas extranjeras en pesetas. Dentro de éstas se distinguieron las cuentas A, o cuentas extranjeras en pesetas para pagos en España, y las cuentas B, o cuentas extranjeras en pesetas convertibles, a las que se asimilaron las antiguas cuentas existentes en pesetas convertibles (2). Por Orden Ministerial de 31 de enero de 1973 se redujo el **coeficiente de inversión de la banca comercial y mixta**

(1) Informe de 1972, páginas 129 a 134.

(2) Informe de 1972, páginas 134 a 138.

del 22 al 21 por 100, y el porcentaje de fondos públicos, del 15 al 14 por 100, manteniéndose inalterado, en el 7 por 100, el coeficiente de los bancos industriales (1). Simultáneamente, otra Orden Ministerial de igual fecha (31 de enero de 1973) disminuyó los **coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorros**. El porcentaje mínimo de fondos públicos se redujo del 45 al 40 por 100, mientras que los diversos coeficientes mínimos correspondientes a distintas operaciones especiales de crédito, cuya suma alcanzaba el 35 por 100, se unificaron en un coeficiente indistinto del 30 por 100, estableciéndose un período de adaptación a los nuevos porcentajes por terceras partes a lo largo de tres años (2). El **cómputo de los coeficientes de caja de la banca y de las cajas de ahorros** se modificó a partir de la Orden Ministerial de 1 de marzo de 1973, que obligó a los bancos comerciales e industriales o de negocios a mantener diariamente el coeficiente, y de la Circular de 5 de marzo de 1973, por la que el Banco de España, en virtud de las atribuciones que le fueron delegadas según la Orden Ministerial de 15 de diciembre de 1971, extendió la observancia del coeficiente diario a las cajas de ahorros (3).

Contrasta esta intensa actividad innovadora de los mecanismos de control monetario y financiero en los primeros meses del año con la relativa estabilidad que prevaleció hasta finales de 1973. No se observa ninguna modificación hasta julio, en que se alteraron los tipos de interés, introduciéndose a continuación los bonos del Tesoro a uno y dos meses de plazo. A final de año se produjo una modificación en la forma de calcular los coeficientes de caja e inversión de la banca y una elevación en el nivel de este último. Ya entrado el año 1974, se produjo una nueva modificación en el sistema de cálculo de los coeficientes de caja, dando paso a un sistema de promedios periódicos, y, a finales de abril, una elevación de su nivel. Simultáneamente se intentó aumentar la eficacia de los coeficientes de inversión de la banca y de las cajas de ahorros, determinando con mayor precisión la composición del primero y acelerando los plazos de cobertura de ambos. A continuación se comentan en detalle estas medidas, no en orden cronológico, sino agrupadas por temas (4).

La modificación de los **tipos de interés** tuvo lugar por Orden Ministerial de 26 de julio de 1973, entrando en vigor a partir del día 27. El tipo de interés básico del Banco de España, que no había sido alterado desde octubre de 1971, se elevó del 5 al 6 por 100, con lo que, automáticamente, se incrementaron en un punto todos los demás tipos aplicables a las operaciones activas o pasivas de la banca, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, para las cuales se habían establecido diferenciales en las Ordenes Ministeriales de 21 de julio de 1969, con la excepción de los depósitos de ahorro, cuyo interés quedó fijado en el 2,50 por 100 anual. Para las cuentas corrientes a la vista, no vinculadas al tipo básico, el interés se subió del 0,50

(1) Informe de 1972, páginas 138 a 139.

(2) Informe de 1972, página 139.

(3) Informe de 1972, páginas 127 a 129.

(4) Véase una relación más detallada de medidas, presentadas en orden cronológico, en el cuadro 79 del Apéndice.

Principales tipos de interés a corto plazo regulados por la autoridad monetaria (a)

	Margen diferencial con el tipo básico	Tipo vigente a partir de				
		23-III-70	23-I-71	5-IV-71	22-X-71	27-VII-73
Tipo básico del Banco de España	—	6,5	6,25	6,0	5,0	6,0
Tipos activos (máximos):						
Exportación y venta de buques en el mercado interior	0,9 (b)	6,1	5,85	5,6	4,6 (b)	6,9
Otros descuentos especiales	0,9	7,4	7,15	6,9	5,9	6,9
Créditos de ahorro vivienda	1,0	7,5	7,25	7,0	6,0	7,0
Descuento comercial hasta dieciocho meses	1,0	7,5	7,25	7,0	6,0	7,0
Otras operaciones hasta dieciocho meses	1,5	8,0	7,75	7,5	6,5	7,5
Operaciones entre dieciocho meses y tres años	2,0	8,5	8,25	8,0	7,0	8,0
Descubiertos en cuenta	2,5	9,0	8,75	8,5	7,5	8,5
Créditos con garantía de imposiciones a plazo	(c)					
Créditos a más de tres años	(d)	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre
Tipos pasivos (máximos):						
Depósitos a la vista	(d)	1,0	0,75	0,5	0,5	0,75
Depósitos de ahorro	— 3,0 (e)	3,0	2,75	2,5	2,0	2,5
Imposiciones a tres meses	— 2,5	4,0	3,75	3,5	2,5	3,5
Imposiciones a seis meses	— 1,5	5,0	4,75	4,5	3,5	4,5
Imposiciones a un año	— 1,0	5,5	5,25	5,0	4,0	5,0
Imposiciones a más de dos años	(d)	Libre	Libre	Libre	Libre	6,0
Depósitos de ahorro bursátil	— 1,0	5,5	5,25	5,0	4,0	5,0
Depósitos de ahorro vivienda	—	6,5	6,25	6,0	5,0	6,0

- (a) Tipo básico del Banco de España y tipos (máximos) de las operaciones de la banca, las cajas de ahorros y entidades de crédito cooperativo. Entre estas últimas existe libertad para fijar el tipo de interés en: 1) Préstamos y depósitos interbancarios; 2) Créditos a más de tres años; 3) Depósitos y créditos en moneda extranjera. Sobre el régimen de los depósitos en pesetas convertibles, véase texto.
- (b) La Orden de 24 de marzo de 1972 modificó el anterior margen diferencial de —0,4 convirtiéndolo en + 0,9, con lo que el tipo de 4,6 pasó a ser de 5,9. Las comisiones de estas operaciones no pueden exceder del 0,9 por 100, cualquiera que sea su plazo.
- (c) Tipo de la imposición, incrementado en un 1 por 100; el tipo resultante es mínimo.
- (d) No se ha señalado.
- (e) El margen diferencial no fue mantenido por la Orden de 21 de marzo de 1970 y siguientes, en las que se ha ido señalando explícitamente su nivel.

al 0,75 por 100 (1). El cuadro III-4 recoge con detalle esas repercusiones, que, para los principales tipos, figuran también en el gráfico III-14.

(1) Podría notarse que la Orden Ministerial de 26 de julio de 1973 enuncia expresamente en su número tercero que «los tipos de interés aplicables a las operaciones activas y pasivas de los bancos privados ... se determinarán aplicando al tipo de interés básico del Banco de España los diferenciales establecidos en las respectivas Ordenes de 21 de julio de 1969, con la excepción de las cuentas corrientes a la vista ... y las de las cuentas de ahorro...». En realidad, no puede hablarse de excepción refiriéndose a las cuentas corrientes a la vista, pues éstas nunca han tenido fijado un diferencial respecto al tipo básico de interés que las ligara mecánicamente a su nivel. No ocurre lo mismo con las cuentas de ahorro a la vista, a las que si bien se les fijó un diferencial con el tipo básico, recibieron un tratamiento específico a partir de la siguiente modificación de tipos introducida por Orden Ministerial de 21 de marzo de 1970.

Junto a la comentada elevación de los tipos de interés, la Orden de 26 de julio de 1973 introdujo una importante modificación estructural, consistente en la fijación de un tipo máximo de interés para los depósitos a plazo mayor de dos años de los bancos industriales, al tiempo que se generalizaba la aplicación de este tipo máximo a los depósitos a más de dos años que pudieran captar el resto de la banca privada, las cajas de ahorros y las entidades de crédito cooperativo. Se cerraba así un ciclo, comenzado en 1969, dentro de la ya larga historia transcurrida bajo la regulación administrativa de los tipos de interés de los depósitos a plazo.

Antes de la guerra, el Consejo Superior Bancario, al fijar los tipos máximos de interés abonables a los depósitos en la banca y en las cajas de ahorros, distinguía entre imposiciones a plazo de tres, seis y doce o más meses, aplicando una escala progresiva más ventajosa para el depositante cuanto más alejado fuera el vencimiento pactado, pero que no se incrementaba a partir de los doce meses. Quizá por ello, aunque en la Orden Ministerial de 25 de noviembre de 1938, que reguló los intereses legales máximos de los depósitos bancarios hasta 1964, se mencionaban los depósitos de un año o más, en los acuerdos interbancarios, suscritos a lo largo del período, rebajando aquellos máximos, solamente se hablaba de imposiciones de tres, seis meses y un año, puesto que era difícil, dadas las condiciones prevalecientes entonces (1), que se constituyeran depósitos a mayores plazos, una vez eliminado el incentivo de un interés más remunerador. La situación se modificó con la creación de los bancos industriales a raíz de la reforma bancaria de 1962. Para asegurar a los nuevos bancos la financiación necesaria al cumplimiento de sus objetivos, la Orden Ministerial de 21 de mayo de 1963 (2) introdujo una discriminación a su favor, permitiéndoles satisfacer por los depósitos a más de dos años tipos superiores en un 1 por 100 al mayor de los abonables en los depósitos a plazo del resto de la banca y las cajas de ahorros. En consecuencia, en la regulación de tipos de interés introducida por Orden Ministerial de 30 de octubre de 1964 se distinguió entre depósitos a tres, seis meses y un año o más (3 por 100) y los depósitos a más de dos años de los bancos industriales (4 por 100). Con la subida de tipos dispuesta por Orden Ministerial de 25 de noviembre de 1967, los tipos de los depósitos a un año o más pasaron al 4 por 100 y los de los bancos industriales a más de dos años, al 5 por 100. Sin embargo, el cambio fundamental en la regulación de los depósitos a plazo se operó en julio de 1969.

Hasta aquí todos los tipos de interés de los depósitos a plazo estaban sometidos a unos máximos. La única novedad establecida en 1963 consistía en permitir a los bancos industriales remunerar los depósitos a más de dos años con un 1 por 100 de interés más que los depósitos a un año. Los bancos comerciales y las cajas de ahorros no tenían prohibido abrir depósitos a más de dos años, pero tenían que remunerarlos idénticamente a los de vencimiento a un año. La reforma de los tipos de interés emprendida por las Ordenes Ministeriales de 21 de julio de 1969 apuntó una tímida aunque valiosa aportación. Coincidiendo con una liberalización,

(1) Los máximos acordados resultaban mínimos a efectos prácticos.

(2) Desarrollando el Decreto-Ley de 29 de noviembre de 1962, que estableció el estatuto jurídico de los bancos industriales y de negocios.

aplicable a todas las instituciones financieras, de los tipos de interés en los créditos por plazo superior a tres años, se dejó en libertad a los bancos industriales para fijar los tipos de interés en los depósitos a más de dos años, con la sola obligación de anunciar en el *Boletín Oficial del Estado*, al comienzo de cada trimestre natural, el tipo máximo que se proponían abonar en las operaciones concertadas en el transcurso del mismo. Para los demás depósitos a plazo se fijaron los siguientes márgenes diferenciales respecto al tipo básico del Banco de España: — 2,5 para los depósitos a tres meses, — 1,5 para los depósitos a seis meses y — 1 para los depósitos a un año.

La protección otorgada a los depósitos a largo plazo de la banca industrial desde 1963 ha permitido un desarrollo extraordinario de éstos. Desde diciembre de 1965 a junio de 1969 y desde esta última fecha a junio de 1973, los depósitos a más de dos años de los bancos industriales (incluidos los certificados de depósito) crecieron a un ritmo anual medio aproximado del 51 y 83 por 100, respectivamente. La tasa de crecimiento, en los mismos períodos, de los depósitos a menos de dos años (1) fueron: 21 y 27 por 100, en la banca industrial; 14 y 21 por 100, en la banca comercial, y 19 y 23 por 100, en las cajas de ahorros. Si en diciembre de 1965 los depósitos a más de dos años de la banca industrial no eran más que un 25 por 100 de los depósitos a menos de dos años, esa relación era en junio de 1973 del 70 por 100. El desarrollo, dentro del total de depósitos a plazo superior a dos años, de los certificados de depósito, ha sido más espectacular, si cabe. De una cifra insignificante, a finales de 1969, habían pasado a representar, en junio de 1973, el 53 por 100 del total de depósitos a más de dos años de la banca industrial, explicando así en gran medida el rápido crecimiento de éstos.

La importancia, pues, de la Orden Ministerial de 26 de julio de 1973 es doble, en el sentido de que, por un lado, al eliminar la discriminación inicial a favor de los bancos industriales, supone un importante paso hacia el abandono de una especialización de las instituciones bancarias, basada en imperativos legales, proseguida desde 1962; mientras que, por otro lado, al fijar un techo máximo al tipo de interés de unos depósitos que antes eran libres, significa el abandono de una tendencia incipiente hacia la supresión de trabas administrativas al juego de las fuerzas actuantes en los mercados financieros (2).

En cuanto al primer aspecto, no se trata en realidad del primer paso, sino que es algo que se suma a diversas medidas parciales adoptadas en el pasado, que entrañaban un intento de borrar las exageradas diferencias creadas en 1962 al surgir los bancos industriales. Por otro lado, es algo que está en total consonancia con las corrientes doctrinales y legales vigentes en la mayoría de los países, que abogan por una regulación semejante para todas las instituciones crediticias, sustituyendo la especialización legal a priori por una especialización vocacional

(1) Incluidos en todos los casos los depósitos de las cajas de ahorros en la banca.

(2) Prohibido el pago de intereses en las cuentas extranjeras en pesetas convertibles —véase Informe de 1972, página 138—, solo queda en pie, de la liberación de intereses de 1969, la correspondiente a créditos a plazo superior a tres años.

en la que cada empresa vaya eligiendo sus campos de actividad según sus aptitudes y conveniencias. Podría acaso objetarse que esa supresión de un trato especial en materia de política de tipos de interés a favor de la banca industrial, en sí totalmente correcta, queda un tanto desdibujada en cuanto a su inscripción en unos criterios más generales y completos respecto a la política deseable, de cara al futuro, en materia de especialización de las instituciones bancarias. Efectivamente, subsisten discriminaciones, a favor unas y en contra otras, de la banca industrial, entre las que destacan, por su conexión con el tema de los tipos de interés, la facultad reservada a los bancos industriales de emitir certificados de depósito. Es de suponer, sin embargo, que el desarrollo de estos certificados, que dependía en gran medida de la libertad de tipos de interés, se verá fuertemente afectado en el futuro por la limitación recientemente introducida, perdiendo así en buena parte el carácter de privilegio que antes tenían.

El tipo máximo fijado a los depósitos a más de dos años no ha sido vinculado por un diferencial rígido al tipo básico, lo que quizás facilite una mayor flexibilidad en su regulación, que podrá independizarse de la de los tipos ligados. En efecto, no puede ignorarse la conveniencia de que las autoridades fijen el tipo máximo de los depósitos a largo plazo con suficiente amplitud. El 6 por 100 establecido en julio parece haberse acomodado a los intereses vigentes en aquel momento para los depósitos a dos años, aunque algunos bancos ya sobrepasaban este nivel en un cuarto y hasta en medio punto, siendo en cambio claramente insuficiente para los mayores de tres años. En consecuencia, lo que podría ser un techo máximo que permitiera a los bancos un margen de flexibilidad para remunerar armoniosamente el diverso plazo de los depósitos y para acomodarse a las mudables condiciones monetarias y crediticias, se convierte, de hecho, en un tipo mínimo. Si los bancos ofrecen el 6 por 100 de interés a los depósitos concertados a dos años y un día, automáticamente desaparecen los depósitos a mayor plazo y lo mismo sucede con los certificados de depósito a más de dos años. Una amplia gama de activos financieros a tres, cuatro, cinco, e incluso a mayores plazos, que antes se ofrecían a los inversores, se han de sustituir por depósitos a dos años o por otras colocaciones en la banca (vgr., bonos de caja) o fuera de las instituciones bancarias. Parece, pues, deseable que, a menos que el límite se eleve suficientemente, se introduzca una discriminación a favor de los depósitos a plazos superiores.

Sea de una forma u otra, es fácil suponer que si el control se ejerce con un mínimo realismo, los depósitos a largo plazo experimentarán un fuerte desarrollo en nuestro sistema crediticio, a costa, naturalmente, en la mayoría de los casos, de los depósitos a plazos inferiores. La capacidad de colocación de la banca comercial y de las cajas de ahorros influirá muy sensiblemente en ello. La publicidad y promoción del servicio de depósitos a plazo, la extensa red de sucursales, la comodidad y el ofrecimiento de servicios complementarios al depositante (por ejemplo, créditos al consumo), podrán incluso compensar cierta insuficiencia en el nivel de los intereses que pudiera observarse con relación a otros activos financieros.

Simultáneamente a la regulación del tipo básico del Banco de España, una segunda Orden Ministerial de 26 de julio de 1973 elevó en un punto los créditos con regulación especial de las

cajas de ahorros. El cuadro III-5 presenta la evolución de los tipos de interés de estas operaciones desde finales de 1967 hasta la actualidad (1). Se observa que en cada momento los tipos de interés de las distintas operaciones han sido muy parecidos y que las variaciones se han hecho linealmente para todos ellos. También se aprecia que las autoridades han seguido la evolución del tipo básico del Banco de España cuando éste se ha elevado, pero no siempre o, al menos,

CUADRO III-5

Tipos de interés de los créditos con regulación especial de las cajas de ahorros

	Vigentes a partir de				
	27-IX-67	22-VII-69	25-III-70	23-XI-71	27-VII-73
Préstamos agrícolas sin exigencia de inversión:					
a) De campaña	5,5	6,0	7,0	6,25	7,25
b) Otros	5,75	6,25	7,25	6,50	7,50
Préstamos agrícolas para nuevas inversiones:					
a) Compra de maquinaria	5,75	6,25	7,25	6,50	7,50
b) Mejora de fincas o industrias agrarias	5,75	6,25	7,25	6,50	7,50
Préstamos industriales para nuevas inversiones	6,0	6,50	7,50	6,75	7,75
Préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria (1)	6,0	6,50	7,50	6,75	7,75
Préstamos para acceso a la propiedad inmobiliaria (agrícola o de vivienda) (2)	6,0	6,50	7,50	6,75	7,75

(1) Un 2,50 por 100, abonado por el Estado, y el resto, por el cliente.
(2) Se excluye la adquisición de viviendas de protección oficial, que, juntamente con su construcción, se rigen por disposiciones especiales.

no en la misma cuantía, cuando ha bajado, produciéndose así un acercamiento a los tipos aplicados por la banca y a los demás tipos correspondientes a operaciones crediticias generales de las mismas cajas. Las características de las operaciones con regulación especial podrían resumirse en los largos plazos, la cuantía limitada, aunque progresivamente aumentada, de los préstamos, y los tipos de interés más bajos que los de los demás créditos de las cajas o de los bancos. Sin embargo, debido a la extensión de los plazos, la comparación de intereses se hace difícil. Todas las operaciones recogidas, a excepción de los préstamos agrícolas sin exigencia de nueva inversión, tienen plazos máximos superiores a tres años, y son justamente los créditos a más de tres años de la banca o, en su caso, de las cajas, los que fueron liberalizados en 1969, por lo que la comparación tiene que hacerse entre unos tipos regulados legalmente y los tipos libres aplicados más frecuentemente por la banca y las cajas a los créditos a largo plazo o bien, entre los créditos agrícolas de campaña (de tres a once meses) y los demás

(1) Los otros tipos específicos importantes de créditos especiales, computables en las inversiones obligatorias de las cajas, se refieren a los créditos a promotores y compradores de viviendas de protección oficial. Las condiciones de estos créditos se fijan anualmente en las órdenes ministeriales sobre financiación de los programas de construcción de las viviendas de protección oficial. Para 1973, los tipos se han fijado en el 6,50 por 100 anual.

créditos agrícolas sin exigencias de inversión (hasta tres años), de un lado, y los créditos generales hasta dieciocho meses y los créditos generales entre dieciocho meses y tres años, de otro. Los créditos de campaña, que se mantenían un punto por debajo de los créditos generales hasta dieciocho meses, vieron reducido su diferencial a un 0,25 por 100 por los movimientos de 1971 (dos disminuciones de 0,25 por 100 en el tipo básico y otra de 1 por 100, solo parcialmente compensadas por una baja del 0,75 por 100 en las operaciones especiales). Igualmente, los créditos agrícolas sin exigencia de inversión, distintos de los de campaña, que se pueden asimilar a los créditos generales entre dieciocho meses y tres años, se mantenían un 1,25 por 100 por debajo de éstos desde 1969, reduciéndose la diferencia a un 0,50 por 100 a partir de noviembre de 1971. La situación en los créditos a largo plazo es distinta; los diferenciales son mucho mayores. Durante 1972 y el primer semestre de 1973, los tipos máximos aplicados más frecuentemente por la banca en los créditos a largo plazo se situaban en el 10 por 100, aumentando al 11 por 100 en el segundo semestre (1). Los créditos especiales de las cajas, similares a los anteriores, al menos en cuanto al plazo, mantuvieron unos tipos inferiores en un 3,25-3,50 por 100.

Por acuerdo del Consejo de Ministros de 17 de agosto de 1973 se subieron en un punto los tipos del Crédito Oficial inferiores al 5,50 por 100 y en medio punto, los tipos iguales o superiores, con excepción de las operaciones financiadas con recursos especiales y las correspondientes a acciones concertadas en determinados sectores: siderurgia del hierro, construcción naval y ganado vacuno. El acuerdo de agosto mantiene la línea de acortar diferencias entre las operaciones del Crédito Oficial, elevando en mayor cuantía aquellos tipos más bajos que suponen una importante subvención implícita y en menor cuantía los demás (2), pero no reduce el desfase entre los tipos del Crédito Oficial y los de las demás instituciones. Obviando el comentario detallado de una estructura de tipos de interés que es muy prolija —el número de tipos de interés distintos aplicados por el Crédito Oficial ha ido reduciéndose (18 tipos diferentes, a finales de 1968, y cinco, a finales de 1973), pero el número de modalidades de crédito distintas sigue siendo muy elevado— el cuadro III-6 presenta algunos datos que permiten apreciar tanto la ligera tendencia al alza de los tipos como su nivel comparativamente bajo, sobre todo teniendo en cuenta que una mayoría de operaciones son por plazo superior a tres años. Esta solución ecléctica sigue favoreciendo los sectores que el Gobierno juzga de mayor inte-

- (1) Los tipos preferenciales más frecuentes han oscilado sobre el 9 y 10 por 100, respectivamente. En ambos casos, estos tipos incluyen las comisiones, lo que tiende a exagerar algo las diferencias.
- (2) Ya en abril de 1970 se produjo una subida generalizada de los tipos del Crédito Oficial, que quedaron ligados al tipo básico del Banco de España. Los diferenciales fijados venían a significar, salvo algunas excepciones, el aumento de un punto respecto a los tipos vigentes hasta entonces. Más tarde, cuando, a principios de 1971, se redujo el tipo básico dos veces consecutivas en 0,25 por 100, los tipos de interés del Crédito Oficial también se aminoraron en la misma cuantía, con la excepción de aquellos que se encontraban al mismo nivel que el tipo básico o por debajo de él. Finalmente, la vinculación se consideró implícitamente derogada por la Ley del Crédito Oficial, de forma que la reducción del tipo básico de octubre de 1971 no tuvo repercusión en las entidades oficiales, consiguiéndose así en este periodo una homogeneización de los distintos tipos de interés y una aproximación a los demás tipos vigentes en el mercado.

Tipos de interés del Crédito Oficial

Tipos de interés (a)			Distribución porcentual, por tipos de interés pactados, del importe total de los créditos formalizados en el año			
Del	% al	%	1970	1971	1972	1973
0	4,49		5,75	11,26	2,94	1,13
4,5	4,99		4,71	7,42	5,65	2,99
5	5,49		18,19	8,80	9,09	8,45
5,5	5,99		33,88	20,67	13,90	15,60
6	6,49		10,69	25,99	36,67	33,94
6,5	6,99		19,40	11,89	20,52	24,23
7	7,99		5,19	9,33	4,03	5,83
8	8,74		2,19	4,64 (b)	7,20	7,83
Total			100,00	100,00	100,00	100,00
Tipo medio ponderado . . .			5,80	5,77	6,19	6,33

(a) Incluyen también comisiones de apertura y comisiones anuales.

(b) Una pequeña parte de estos créditos (5 por 100) sobrepasan el 9 por 100 de interés.

rés desde el punto de vista económico-social, pero no hay duda de que el suministro de fondos a precios más parecidos a los del resto del mercado permitiría a las entidades oficiales seleccionar y apoyar los proyectos de inversión más rentables, y eliminaría al mismo tiempo unos mecanismos de protección encubierta a sectores en dificultades —protección que en caso de necesidad debería otorgarse mediante subvenciones— y de gratificación inmerecida a otros beneficiarios que podrían pagar los tipos de mercado.

El segundo mecanismo que experimentó una alteración durante la última mitad del año, si bien de carácter accesorio, fue el de los **bonos del Tesoro**. En el Informe de 1972 había sido planteada la conveniencia técnica de modificar la Orden Ministerial de 25 de enero de 1973, que reguló la emisión de bonos del Tesoro a tres meses, introduciendo otros títulos a menor plazo (páginas 132 y 133). Se señalaba que las emisiones exclusivas a tres meses impedían, por un lado, satisfacer la demanda de bonos a menores vencimientos, debido a la estrechez del nuevo mercado, y, por otro, dificultaban al Banco de España la fijación, con regularidad, de tipos compradores y vendedores a plazos más cortos. La Orden Ministerial de 16 de julio de 1973 ha permitido la emisión de bonos de uno y dos meses, además de los títulos tradicionales a tres meses. Al mismo tiempo, el límite máximo de bonos en circulación se aumentó de 10.000 a 20.000 millones, volviendo a elevarse a 30.000 millones por Orden Ministerial de 19 de septiembre de 1973. Estando vinculadas las emisiones de bonos a las leyes anuales de Presupuesto que las autorizan, la Orden Ministerial de 7 de enero de 1974 ha autorizado la emisión de bonos del Tesoro durante el nuevo ejercicio, manteniendo el mismo límite máximo de

30.000 millones que se fijó para los títulos en circulación en 1973. Además ha introducido otra modificación en el mercado, al permitir la entrada en el mismo de las compañías de seguros. Por último, la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Presupuestos, de fecha 11 de enero de 1974, dispone que el plazo de vigencia de los bonos a uno, dos y tres meses se entienda de treinta, sesenta y noventa días, respectivamente, eliminándose pequeñas anomalías técnicas que surgían al fijar los tipos de interés con referencia a meses naturales con un número de días variable.

El tercer grupo de medidas de política monetaria tomadas en 1973 afecta a los diversos coeficientes que deben cumplir obligatoriamente las instituciones crediticias. De las variaciones experimentadas por los coeficientes de caja e inversión de la banca, ya se mencionaron el cómputo diario del primero y la disminución del segundo del 22 al 21 por 100, al tiempo que se reducía el porcentaje de fondos públicos del 15 al 14 por 100. Más tarde se produjeron una serie de alteraciones cuantitativas y cualitativas que, aunque no substanciales, sí tuvieron efectos monetarios y crediticios dignos de análisis.

En diciembre hubo una modificación del **coeficiente de caja** de la banca. La Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973 excluyó de los pasivos computables los depósitos de las cajas de ahorros. A partir del 7 de diciembre dejaron de computarse como recursos ajenos los fondos depositados por las cajas de ahorros en la banca, de acuerdo a su verdadero carácter de saldos interbancarios (1). En efecto, tanto el número 1 de la Orden Ministerial de 2 de diciembre de 1970, que estableció el coeficiente de caja para los bancos comerciales y mixtos, como el artículo 11 de la Orden Ministerial de 21 de mayo de 1963, que lo estableció para los industriales, excluyeron de los pasivos computables los saldos interbancarios. Por otro lado, este perfeccionamiento legislativo estuvo animado por una fuerte dosis de oportunidad, pues la banca había llegado en esas fechas a una situación de liquidez gravemente comprometida. La exclusión de los depósitos de las cajas de los pasivos computables equivalía a una reducción del nivel del coeficiente en cuantía porcentual igual al mismo porcentaje que los recursos exceptuados representaban en relación con el total de pasivos computables. No obstante, el alivio que supuso la medida para cada banco en particular dependió, ciertamente, del volumen de depósitos que en él mantuvieran las cajas de ahorros. Lo mismo se puede decir respecto a los grandes grupos de instituciones bancarias. En la banca comercial se observaba una mayor importancia absoluta de los depósitos de las cajas, que sumaban el día 6 de diciembre 72.187 millones (3,63 por 100 de los pasivos computables), en tanto que en los bancos industriales solo alcanzaban 8.713 millones (2,89 por 100 del total de pasivos considerados y 13,78 por 100 de los pasivos hasta un año, entre los que se cuentan los depósitos de las cajas). Expresado de otra manera, el efecto de la medida era el mismo que se hubiera conseguido si, sin modificar los pasivos computables, se hubieran reducido los coeficientes de caja del 7,50 al 7,23 por 100,

(1) La Orden Ministerial de 21 de diciembre de 1971 ya les había asignado contablemente aquella categoría, al disponer que fueran reflejados en la rúbrica de «Bancos y cajas de ahorros» en unión de los saldos interbancarios.

en la banca comercial, y del 5 al 4,31 por 100, en la banca industrial (1). Los activos líquidos liberados por estas reducciones sumaron para la banca comercial 5.414 millones y para la industrial, 436 millones.

De carácter meramente coyuntural y transitorio puede considerarse el acuerdo del Banco de España de reducir, en virtud de las facultades que le fueran delegadas por el Ministerio de Hacienda según el número 7.º de la Orden de 2 de diciembre de 1970, el coeficiente de caja de la banca comercial. A fin de aliviar las necesidades de liquidez de la banca producidas estacionalmente por el aumento de efectivo en manos del público en las últimas semanas del año, compensado luego por una disminución de la circulación en los primeros días de enero, el coeficiente de caja de la banca comercial se bajó del 7,50 al 6,75 por 100 durante el período de 13 de diciembre de 1973 al 10 de enero de 1974 (2).

Otra modificación de la normativa reguladora del coeficiente de caja de la banca comercial e industrial tuvo lugar por Orden Ministerial de 20 de febrero de 1974, que derogó la de 1 de marzo de 1973. Esta última introdujo el sistema de cálculo que obligaba a la banca al mantenimiento diario del coeficiente, obligación cuyos efectos, muy positivos desde ciertos ángulos, ya fueron analizados en detalle en el Informe de 1972 (páginas 127 a 129). Sin embargo, la rigidez que el cómputo suponía para la gestión de tesorería de la banca aconsejó reformar el sistema. El camino elegido fue el de fijar el marco y las directrices de la reforma y encomendar al Banco de España su formulación concreta y puesta en funcionamiento. Los nuevos principios informadores del coeficiente son sencillos, combinando el cálculo del coeficiente como un promedio en el que las deficiencias de unos días pueden compensarse con los excedentes de otros, con la obligación de no bajar de unos ciertos porcentajes en ningún momento (3).

Para los bancos comerciales y mixtos, incluido el Banco Exterior de España, el coeficiente se sigue calculando mediante la comparación de los activos líquidos mantenidos cada día por los bancos con relación a los pasivos computables detentados al cierre de operaciones del segundo día hábil anterior. Pero la necesidad de mantener el coeficiente diariamente se sustituye, a partir del 1 de marzo de 1974, por una doble condición: primero, que la media de los coeficientes durante la decena natural alcance el 7,5 por 100, entendiéndose que todo coeficiente superior al 8,5 por 100 solo se computará a efectos del promedio por aquel valor del 8,5 por 100, y segundo, que ningún día de la decena el coeficiente se sitúe por debajo del 6,5 por 100.

-
- (1) Se refiere este porcentaje únicamente al coeficiente de la banca industrial con respecto a los depósitos computables hasta un año de plazo. Quedan invariados los otros coeficientes de depósitos a mayor plazo y de bonos de caja.
 - (2) Circular número 81 del Banco de España, de 10 de diciembre de 1973.
 - (3) El Banco de España ha reglamentado el nuevo sistema mediante la Circular número 85 a la banca privada, de 22 de febrero de 1974, extendiéndolo también a las cajas de ahorros por Circular número 8 de igual fecha.

Para los bancos industriales, el coeficiente de caja se sigue calculando mediante la comparación de los activos líquidos mantenidos cada día por los bancos y la suma de las cantidades resultantes de aplicar los correspondientes porcentajes legales a las distintas clases de pasivos computables detentados al cierre de las operaciones del segundo día hábil anterior. El coeficiente se considera cubierto cuando los bancos cumplen la doble condición de que la suma de los activos líquidos mantenidos en cada decena natural iguale a la suma de los necesarios para la cobertura diaria del coeficiente mínimo legal, entendiéndose que cuando los activos de un día superen el 15 por 100 de los mínimos legales, solo se computarán por este porcentaje, y en segundo lugar, que en ningún día de la decena los activos líquidos mantenidos se sitúen un 15 por 100 por debajo de los requeridos.

El sistema aplicado a las cajas de ahorros es igual que el de la banca comercial, con la diferencia de que, debido al nivel de su coeficiente de caja (4 por 100), son distintos el porcentaje máximo computable (4,50 por 100) y el mínimo por debajo del cual nunca puede situarse (3,50 por 100).

El nuevo sistema introduce, pues, una apreciable dosis de flexibilidad, al permitir la compensación de excedentes y déficits de liquidez de unos días con otros, con lo que las instituciones afectadas no se verán sometidas a las tensiones y problemas que planteaba el cumplimiento diario. Por otro lado, el grado de flexibilidad otorgado es perfectamente compatible con la plena eficacia del coeficiente de caja como instrumento de política monetaria. La razón básica para ello es que las variaciones a plazo tan corto como es un día en el nivel de activos líquidos de una institución financiera, entran dentro del campo de las perturbaciones erráticas que no pueden constituir un determinante de su política. El grado de expansión de cada entidad solo puede verse afectado por tendencias un poco más permanentes en el nivel de su liquidez, y lo mismo es válido para el sistema bancario en su conjunto. Por otro lado, el nuevo sistema, al señalar un límite inferior, a partir del cual se incurre en penalizaciones, y un límite superior, a partir del cual entra en vigor la penalización automática que supone el hacer no computable los excedentes, impide que las instituciones afectadas puedan aceptar grandes fluctuaciones diarias de sus activos líquidos, lo que sí hubiera sido perturbador para la eficacia del coeficiente. Desde el punto de vista de la política monetaria, es particularmente interesante el límite superior fijado, puesto que constituirá un estímulo para que las instituciones financieras no tiendan a mantener excedentes muy importantes. A muy corto plazo, la ventaja de estos excedentes es nula, desde el punto de vista del cumplimiento del coeficiente, y existirá un estímulo para prestarlos en el mercado monetario. Esta norma no impedirá, por supuesto, que los bancos que, en general, deseen conservar excedentes importantes, como parte de una política más a largo plazo, los mantengan. Pero es de esperar que la nueva norma llegue a ser interpretada como un criterio general sobre cuál es el nivel máximo de esos excedentes que puede ser razonable mantener. Lo anterior, unido al hecho de que, bajo el nuevo sistema, pierde mucho de su sentido la política seguida en el pasado por muchas instituciones financieras de mantener excedentes elevados para que las fluctuaciones erráticas de los activos líquidos no las situara en posición de incumplimiento en días sucesivos, hace pensar que el nuevo sistema de coeficiente deberá llevar

a las instituciones financieras a operar con unos excedentes de activos líquidos sensiblemente inferiores a los requeridos bajo el sistema de cómputo diario.

Esto permite interpretar la nueva medida como una reducción de hecho del nivel del coeficiente de caja vigente, a pesar de que su nivel legal no haya sido modificado. La cuantía de esta reducción es muy difícil de precisar, puesto que dependerá del grado en que cada institución vaya a hacer uso de las posibilidades de desarrollar una política de tesorería más flexible ofrecidas por la nueva normativa. La experiencia adquirida en los últimos años en esta materia hace pensar que la explotación por las entidades financieras de esas posibilidades no es algo que se vaya a producir plenamente a corto plazo, sino que será un proceso de manifestación lenta. Por ello, si teóricamente cabría pensar que el sistema bancario podría operar bajo el nuevo sistema con excedentes de liquidez prácticamente iguales a cero, lo que supondría que el coeficiente se habría reducido de hecho, para la banca, en una cifra próxima a un punto porcentual y muy poco para las cajas, es dudoso que sea válido concluir que la medida ha supuesto a corto plazo una reducción tan importante del coeficiente.

Aparte de estas modificaciones cualitativas de los coeficientes de caja del sistema bancario que se acaban de analizar, el Banco de España elevó, a finales de abril, el coeficiente correspondiente a la banca comercial. Por Circular número 89, de 27 de abril de 1974, el coeficiente se aumentó del 7,50 al 7,75 por 100, durante la primera decena de mayo, y del 7,75 al 8 por 100, a partir de la segunda, quedando establecido en el 7 por 100 el límite mínimo del que no pueden descender los bancos ningún día y en el 9 por 100, el porcentaje máximo promediable para hallar la media aritmética en cada decena.

El coeficiente de inversión se modificó a finales de 1973 en una doble dirección. En primer término fue afectado por la Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973, a la que se ha hecho referencia más arriba, que excluyó los depósitos de las cajas de ahorros de los pasivos computables para el cálculo de los coeficientes de caja e inversión de la banca. No se repiten las consideraciones ya hechas con motivo del análisis de los coeficientes de caja, extensivo en gran medida al de inversión. Solamente se señalan los distintos efectos cuantitativos de la modificación. Los pasivos excluidos suponían un 3,60 por 100 de los computables en el coeficiente de la banca comercial y un 2,86 por 100 de los computables de la banca industrial, de manera que la reducción correspondiente de los activos exigidos de ambos grupos se habría cifrado, igualmente, en un 3,60 por 100 (15.159 millones), para la banca comercial, y un 2,86 por 100 (610 millones), para la industrial. Esto hubiera sido equivalente, bajo el antiguo sistema de cómputo, a una reducción de los coeficientes de inversión y fondos públicos del 21, 14 y 7 por 100 a porcentajes del 20,24, 13,50 y 6,80, respectivamente.

Pero la segunda medida tuvo un signo diferente. La Orden Ministerial de 27 de diciembre de 1973 (1) elevó el coeficiente de inversión de los bancos comerciales y mixtos y del Banco

(1) Desarrollada por Circular del Banco de España número 82, de 10 de enero de 1974. (Derogada por Circular número 86, de 26 de febrero de 1974; véase infra.)

Exterior al nivel del 22 por 100, en que se estableció originalmente. A la banca industrial, no beneficiada por la rebaja de febrero de 1973, se le subió del 7 por 100 inicial al 8 por 100 (1). Por el contrario, el porcentaje de fondos públicos de los bancos comerciales se redujo del 14 al 13 por 100. El efecto de la medida era, pues, elevar en la banca comercial el margen disponible, como máximo, para los créditos especiales del 7 por 100 al 9 por 100. Pero estos efectos se han de ver en conjunción con los de la Orden Ministerial comentada en el párrafo anterior.

Empezando por el coeficiente mínimo de fondos públicos, se verá que el impacto de las dos Ordenes Ministeriales fue una profunda reducción. El efecto de la primera Orden equivalía, como se dijo, a su disminución en 0,5 puntos, que hay que sumar al punto adicional aportado por la segunda Orden Ministerial. La explicación de esta tendencia es sencilla y no se debe más que a una prolongación de las causas que llevaron, en febrero de 1973, a la reducción del mismo coeficiente legal del 15 por 100 al 14 por 100 (2). El rápido aumento de los depósitos computables creaba una demanda potencial de cédulas para inversiones claramente en exceso de las relativamente escasas necesidades de fondos por el Crédito Oficial. El Tesoro mantuvo, sin embargo, la política, iniciada en abril de 1972, de no realizar emisiones de cédulas más que en la medida imprescindible, lo que llevaba a una situación que dificultaba el cumplimiento del coeficiente de fondos públicos (3). La solución de reducir el coeficiente legal era, pues, lógica.

Cuando en febrero de 1973 se redujo el coeficiente de fondos públicos, se disminuyó de modo paralelo el coeficiente total de inversión. Sin embargo, la Orden Ministerial de 27 de diciembre de 1973, que redujo de nuevo ese coeficiente, no solo no disminuyó el coeficiente total de inversión, sino que lo aumentó en un punto. Con ello el efecto de esta disposición fue elevar en dos puntos en la banca comercial y en uno en la industrial la parte del coeficiente de inversión susceptible de ser cubierta con efectos especiales. Si a esto se añade que la Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973 se podía interpretar como una reducción de hecho de estos mismos porcentajes, se verá que los efectos de la disposición comentada, que en el caso de los fondos públicos se sumaba a los efectos de la anterior, en este caso iban en dirección contraria. Respecto de la banca comercial, el impacto de la primera Orden Ministerial fue equivalente a una reducción del margen disponible para efectos especiales en 0,25 puntos porcentuales, aproximadamente, por lo que el efecto neto de las dos disposiciones fue un aumento de ese margen en 1,75 puntos, aproximadamente (4). En el caso de la banca industrial,

(1) Se concedió un periodo de adaptación de enero a abril de 1974, para alcanzar los niveles fijados. El porcentaje mínimo obligatorio se aumentó un 0,25 por 100 en cada uno de estos cuatro meses.

(2) Véase Informe de 1972, páginas 138-139.

(3) Las emisiones de cédulas en 1973 sumaron 12.057 millones de pesetas, es decir, escasamente el 3,5 por 100 de los 349.524 millones de aumento de los pasivos computables en el coeficiente de inversión.

(4) En realidad, los dos porcentajes no son estrictamente comparables por su distinta definición; pero el error implícito es muy pequeño.

el efecto fue menor. La primera disposición supuso una reducción efectiva de 0,20 puntos porcentuales y la segunda, un aumento de 1,0, con un aumento neto de 0,8 puntos aproximadamente (1).

Todo lo anterior, unido al hecho de que desde abril de 1972 el coeficiente de fondos públicos había dejado de ser prácticamente un mínimo para tender a convertirse en un porcentaje fijo, tendencia incrementada por algunas medidas que enseguida se comentarán, evidencia a las claras que el objetivo de la norma que se comenta era el deseo de poner a disposición de los sectores privilegiados con acceso a los créditos especiales computables en el coeficiente de inversión un sensible incremento de financiación. A título de ejemplo, suponiendo para los depósitos computables a efectos del coeficiente un incremento en 1974 del 20 por 100, el sistema anterior a la Orden Ministerial de 4 de diciembre de 1973 hubiera permitido dedicar a esos sectores privilegiados unos 33.000 millones en forma de créditos especiales, mientras que el nuevo sistema permitiría dedicarles unos 43.000 millones, es decir, un 30 por 100 más. En la medida en que esto se va a conseguir a costa de menores suscripciones de fondos públicos, el tema se reduce a un problema de canalización dentro de los circuitos privilegiados. Lo que se otorga de más a través de este circuito privilegiado se otorga en menos a través del otro circuito privilegiado que es el Crédito Oficial. Pero en la medida en que ese resultado obedece a una elevación del total coeficiente de inversión, tendrá que conseguirse a costa de una reducción de la financiación al sector privado, facilitada por los canales del descuento y de los créditos bancarios ordinarios. El efecto para el sector privado será difícil de precisar, dada la existencia de modalidades muy distinta de créditos especiales y la actual inexistencia de reglas que obliguen a la banca a una determinada distribución, entre ellas, de sus créditos especiales. Globalmente no dejará de percibir menos financiación, e incluso cabe pensar que, dado el amplio margen de sustitución posible entre créditos ordinarios y muchas modalidades de créditos especiales, no se produzcan cambios importantes a nivel de sectores o incluso de empresas. Eso significaría que un impacto más apreciable para el sector privado sería una variación del coste de la financiación. Ese efecto redundará en un abaratamiento de esa financiación en todos los casos, salvo en el de los fondos que se canalicen a través de las entidades de financiación de ventas a plazo, en que el resultado será normalmente el contrario.

Ya en el pasado se había manifestado una tendencia por parte de la banca a cumplir el coeficiente de inversión mediante la suscripción de cédulas para inversiones, con preferencia a los créditos especiales (2), fenómeno posible por la razón de que no existe un coeficiente mínimo para éstos y de que es legalmente posible cumplir la totalidad del coeficiente de inversión mediante fondos públicos, que si tienen un coeficiente mínimo no lo tienen máximo. La política practicada por el Tesoro desde abril de 1972 de limitar las emisiones de cédulas a las impres-

(1) En realidad, los dos porcentajes no son estrictamente comparables por su distinta definición; pero el error implícito es muy pequeño.

(2) Sobre este hecho y sus razones, véase Informes de 1971 (páginas 145-6 y 149) y 1972 (páginas 139 y 207-9).

cindibles para que ningún banco incumpliera el coeficiente mínimo de fondos públicos (1) llevó a que las inversiones de la banca en fondos públicos se mantuvieran en su mínimo legal, ya que la banca no parece haber tendido en ningún momento a proveerse a estos fines de fondos públicos en el mercado secundario o a designar fondos públicos ya en su poder. Las características legales del coeficiente y el freno impuesto por el Tesoro a las emisiones de cédulas llevaron a la banca, que no podía o no deseaba conceder créditos especiales en mayor medida, a un incumplimiento creciente del total coeficiente de inversión, hecho que se ponía más de relieve tras el incremento de éste que se ha comentado anteriormente. Es digno de señalar que esta tendencia no pareció venir afectada por el hecho de que el diferencial entre los tipos de interés de los créditos especiales y el de las cédulas para inversiones, netamente insuficiente antes (2), aumentase en un punto a raíz de la elevación de los primeros, consecuente al incremento, en julio de 1973, del tipo básico. Para afrontar esta situación se tomaron en febrero de 1974 una serie de medidas, que se pasa ahora a comentar.

La primera medida, adoptada por Orden Ministerial de 20 de febrero de 1974, fue la de incluir entre los fondos públicos computables en el coeficiente de inversión las consignaciones voluntarias efectuadas por los bancos en la Caja General de Depósitos. Los resguardos de estas consignaciones voluntarias tienen la consideración de documentos representativos de la deuda flotante y las consignaciones devengan, desde el día de su imposición, los siguientes intereses: a un mes, 1 por 100; a tres meses, 1,50 por 100; a seis meses o más, 2 por 100 (3).

La segunda medida tomada en la misma dirección corresponde a la publicación de la Orden Ministerial de 23 de febrero de 1974 regulando el procedimiento de suscripción de cédulas tipo «A» con destino a la banca. Se introduce la novedad de que las peticiones en el Banco de España sean acompañadas del ingreso anticipado del importe nominal solicitado, pero al propio tiempo se encarga a la Dirección General del Tesoro y Presupuestos que comunique al Banco de España el importe máximo de ingresos que este último puede admitir en razón de las necesidades del Crédito Oficial, con lo cual se consagra legalmente la práctica que ya había seguido el Tesoro de limitar las emisiones de cédulas. La excusa de inexistencia de títulos en el mercado para cubrir el resto del coeficiente de inversión pierde validez, pues siempre queda abierta la consignación de depósitos voluntarios, a tipos bajísimos de interés, según se ha visto, en la Caja General.

(1) Véase Informe de 1972, páginas 149-50.

(2) Véase Informe de 1971 páginas 145-6 y 194, y de 1972, páginas 207-9.

(3) Según el Reglamento de la Caja General de Depósitos, aprobado por Real Decreto de 19 de noviembre de 1929, las consignaciones son depósitos en efectivo constituidos libremente por los interesados (particulares, Ayuntamientos y toda clase de corporaciones y establecimientos) para retirarlos a su voluntad, distinguiéndose netamente de los depósitos necesarios (en efectos públicos o en metálico), de los voluntarios (solo en efectos públicos), de los provisionales (para optar a subastas) y de los depósitos especiales (constituidos por los juzgados).

Las dos Ordenes de 20 y 23 de febrero de 1974 anuncian una nueva modificación del coeficiente de inversión. En efecto, días más tarde, el Banco de España procede, mediante Circular a la banca privada número 86, de 26 de febrero, a reglamentar nuevamente el coeficiente, a fin de asegurar el destino y, al mismo tiempo, acelerar el empleo en créditos especiales de los recursos absorbidos por la banca. De esta regulación sobresalen tres aspectos principales: uno se refiere al acortamiento de los plazos de cobertura; otro, a la aclaración de lo que debe ser el coeficiente y sus componentes, y viene a incorporar las Ordenes de febrero; el último confirma la autorización general a los bancos para ceder efectos y créditos especiales.

Para conseguir, a efectos del coeficiente, que todos los bancos utilicen lo más rápidamente posible los recursos ajenos disponibles, la regla antes existente, que consistía en que los bancos que a fin de mes no cumplieran el coeficiente de inversión (según los activos y pasivos computables ese día) debían tener a fin del mes siguiente activos calificados suficientes para cubrir los pasivos del mes anterior, se sustituye por la obligación de tenerlos el día 15. Llegado el día 15 sin que se haya cubierto totalmente el coeficiente, los bancos deben proceder a materializarlo mediante suscripción de cédulas de inversión, de acuerdo a la Orden Ministerial de 23 de febrero de 1974, o mediante consignaciones de efectivo en la Caja General de Depósitos. En el primer caso se recuerda que no se atenderán peticiones por importe superior a las necesidades sentidas por cada banco para la cobertura del porcentaje mínimo de fondos públicos, excluidas de éste las consignaciones voluntarias en la Caja General. Lo que oscuramente se había anunciado a la banca con fecha 22 de abril de 1972, se hace meridianamente claro: el porcentaje de fondos públicos, si se descuenta la posibilidad, nada atractiva, de cubrirlo con consignaciones voluntarias, se ha convertido en un porcentaje fijo.

Otro aspecto interesante que ya se recogía en la Circular del Banco de España número 82, de 10 de enero de 1974, lo constituye la autorización general a la banca privada para ceder a otros bancos créditos y efectos especiales computables en el coeficiente de inversión. Se facilita así a los bancos menos habituados a esta clase de operaciones el aumento de su cartera de créditos computables, a la vez que para las instituciones cedentes el desarrollo de las transmisiones supone una mayor liquidez de sus inversiones en créditos o efectos especiales.

Esta nueva normativa, tendente a reducir el incumplimiento pasado del coeficiente, unida a la elevación del coeficiente de inversión ya comentada, requerirá a lo largo de 1974 un sensible incremento del volumen de créditos especiales otorgados por la banca y puede plantear un problema de demanda por el público de esta clase de operaciones. Desde este punto de vista, sería quizás deseable ampliar los tipos de operaciones de crédito computables en el coeficiente de inversión, pues en otro caso podría ser difícil, al menos para los bancos pequeños y alejados de los centros financieros, cumplir con esta obligación legal. Aunque pueda parecer contradictorio con lo anterior, deberían también reconsiderarse los diferenciales entre los tipos de interés de los créditos especiales y el tipo básico del Banco de España, que, como demuestra la experiencia reciente, constituyen un estímulo insuficiente para que la banca se interese por esta clase de operaciones. Esta elevación de los tipos iba a influir poco en la

demanda de unos créditos que son netamente más baratos que los ordinarios y contribuiría a incrementar su oferta por parte de instituciones que se han resistido hasta el momento a prestarles gran atención. Si bien la mera exigencia estricta del coeficiente de inversión tendría que alimentar esta oferta, la existencia de una discrepancia muy importante entre los tipos de las operaciones especiales y los tipos ordinarios comparables —en general, los tipos libres para créditos a más de tres años— será siempre una causa de resistencias y distorsiones.

Por último, quedan por señalar dos pequeñas modificaciones que afectan a los **coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorros**. Ya quedó comentada en la página 139 del Informe anterior la flexibilización y reducción de estos coeficientes suscitadas por la Orden Ministerial de 31 de enero de 1973. Para evitar alteraciones en el normal desenvolvimiento de los mercados crediticios y de valores afectados, aquella Orden fijaba un plazo mínimo obligatorio de acomodación a los nuevos requisitos de tres años. Juzgándose la apertura demasiado lenta y parsimoniosa, se procedió a acelerar el calendario anterior, por Orden Ministerial de 3 de agosto de 1973, disminuyendo a dos períodos iguales, 1973 y 1974, el plazo de acomodación a los nuevos porcentajes. Con ello los porcentajes mínimos de fondos públicos y préstamos, que estaban fijados en el 43,33 y 33,33 por 100, durante 1973, y 41,66 y 31,66 por 100, durante 1974, pasaron al 42,50 y 32,50 por 100, en el primer año, y al 40 y 30 por 100 final, en el presente año.

La segunda alteración se ha producido paralelamente a la aceleración de las operaciones de cobertura de los coeficientes de inversión de la banca. La Circular número 9 del Banco de España a las cajas de ahorros, de fecha 26 de febrero de 1974, acorta a un mes el plazo concedido para la materialización de las inversiones obligatorias de las cajas, obligando a éstas a procurar una mayor sincronización entre la evolución de los pasivos computables y sus empleos obligatorios. Las anteriores reglas sobre cómputos de inversiones, establecidas por Circular de 7 de mayo de 1973, consideraban cumplidos los coeficientes cuando los activos computables en poder de las cajas a fin de cada mes eran suficientes para cubrir los porcentajes obligatorios de los recursos ajenos computables existentes tres meses antes.

CAPITULO IV

LA EVOLUCION FINANCIERA

I. El sistema crediticio

En la primera parte de este Capítulo se estudia la evolución del sistema crediticio en sus aspectos no monetarios, analizados con suficiente extensión y detalle en el Capítulo precedente. Enlazando directamente con aquél, se describe en primer lugar la generación de recursos del sistema haciendo hincapié en una cuestión no tenida en cuenta al estudiar los grandes agregados monetarios: la distribución de esos recursos entre los diferentes instrumentos que ofrecen las entidades de crédito. Esa distribución ha sufrido importantes cambios, en especial a partir de julio de 1973, a raíz de la reestructuración de tipos de interés y del comienzo de una fase de mayores tensiones crediticias. Se consideran a continuación las inversiones globales del sistema, punto en el que es de destacar la aceleración registrada por el crédito al sector privado, al reducirse el déficit financiero de los sectores públicos y exterior y menguar, por tanto, el flujo de fondos recibidos por el sector privado del resto de los sectores reales.

El cambio en la estructura de los pasivos del sistema implica, dadas las especializaciones de las diferentes entidades, modificaciones en la participación de cada grupo de éstas en la corriente global canalizada por el sistema. Destacan aún las ganancias relativas registradas por la banca industrial, que ha sabido compensar la pérdida del monopolio de los depósitos a largo plazo con una intensificación de sus emisiones de bonos.

Por otro lado, los recursos procedentes del sector privado, en los que se centra el análisis del sistema crediticio, no son los únicos con que cuentan a nivel individual las entidades de crédito para realizar sus inversiones. Este es el tema que se estudia a continuación, resultando, en el juego de trasvases entre entidades, que la banca industrial ha sido receptora neta de fondos del resto del sistema en cifras de alguna consideración, fundamentalmente a costa de las cajas de ahorros. Con todo ello, quedan definidos los recursos netos a invertir por cada grupo de entidades. Dentro de una tónica general de aceleración de las inversiones de todos y cada uno de los grupos de entidades, destaca el avance de los bancos industriales y, por otros motivos, la aceleración del crédito de las cajas de ahorros en los últimos meses del año.

Esta sección del Capítulo termina con el estudio de algunos aspectos particulares de especial interés de la financiación del sistema a la economía: el estudio de los circuitos privilegiados de financiación y el análisis del crédito por plazos. Los primeros siguen retrocediendo en importancia en el volumen total de financiación otorgado por el sistema, al suavizarse algunos coeficientes de inversión, mantenerse baja la actividad del crédito oficial y ser reducidas las necesidades financieras públicas. El análisis por plazos de la financiación muestra, en cambio, un nuevo aumento en la proporción del crédito a medio y largo plazo.

La mención que se hace de otras entidades de crédito no incluidas en el sistema crediticio es poco más que formal, al carecer de datos estadísticos o contables suficientes sobre uno de sus grupos más importantes (las financieras de ventas a plazos de bienes de consumo y las financieras inmobiliarias). La expansión de las entidades de las que se tienen datos (cooperativas, financieras de bienes de equipo) ha sido muy fuerte.

I.1. Evolución de los recursos del sistema crediticio.

El crecimiento del dinero se mantuvo en 1973, por tercer año consecutivo, a un nivel netamente superior a la media de los años precedentes, delineándose así la fase de expansión monetaria más fuerte y prolongada de las últimas décadas. Esto es cierto tanto para la oferta monetaria, o dinero en sentido estricto, como para las disponibilidades líquidas. La primera arroja un aumento del 23,1 por 100 en 1973 y de 23,8 en el trienio 1971-73, media superior en casi 10 puntos a la de los diez años precedentes. Las disponibilidades, por su parte, crecieron un 24 por 100 en el último año y un 23,7 en 1971-73, frente a una tasa media de 17,7 en el período 61-70 (ver cuadro IV-1).

Cabe destacar, por otra parte, que si en años anteriores los componentes menos líquidos del dinero (cuentas de ahorro y plazo) crecían a ritmos claramente superiores a la oferta moneta-

CUADRO IV-1

Tasas de crecimiento de las magnitudes monetarias (a)

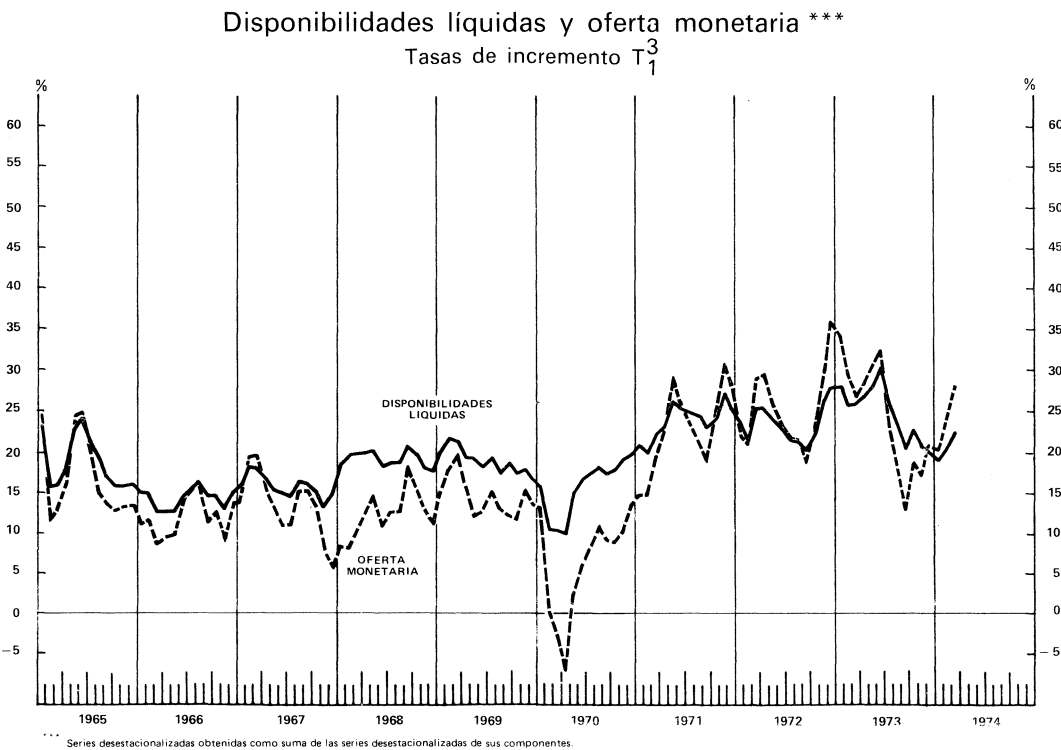
Porcentajes

	Disponibi- lidades líquidas	Oferta monetaria			Otros depósitos		
		Total	Efectivo	Depósitos a la vista	Total	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
1961	16,9	13,1	11,9	14,0	20,9	17,2	28,9
1962	20,5	18,5	16,8	19,5	22,5	18,8	30,0
1963	17,8	17,0	15,1	18,1	18,6	18,4	18,9
1964	21,2	18,7	16,7	19,9	23,6	29,9	12,0
1965	18,2	15,7	14,7	16,3	20,4	25,9	8,7
1966	14,3	12,1	16,0	9,9	16,3	21,4	7,9
1967	15,4	13,6	13,6	13,6	17,0	7,2	15,6
1968	18,8	12,2	9,7	13,6	24,2	21,6	56,6
1969	18,8	14,7	11,4	16,5	21,9	15,1	35,4
1970	15,1	5,9	8,5	4,6	21,5	2,8	53,2
Media 1961-70	17,7	14,2	13,4	14,6	20,7	17,8	26,7
1971	23,9	23,4	11,8	29,7	24,1	17,4	31,8
1972	23,3	24,8	13,8	30,0	22,4	23,5	21,3
1973	24,0	23,1	15,6	26,2	24,7	18,2	31,3
Media 1971-73	23,7	23,8	13,7	28,6	23,7	19,7	28,1

(a) Diciembre sobre diciembre del año anterior.

ria, en la fase expansiva 1971-72 no ha sido así; en conjunto, las tasas de crecimiento de la oferta monetaria y de los depósitos cuasimonetarios se han equiparado, aunque a lo largo del período se hayan producido diferencias ocasionales, dada la menor estabilidad de las cuentas corrientes. La aceleración registrada por el dinero en sentido estricto debe imputarse íntegramente a los depósitos a la vista, puesto que su otro componente, los billetes y moneda en manos del público, a pesar de que ha crecido a ritmo algo más vivo en años precedentes, sigue perdiendo peso relativo dentro del conjunto de los activos monetarios del público.

GRAFICO IV-1



Las razones de este desplazamiento hacia los depósitos más líquidos en el trienio 1971-73 pueden ser varias, sin que sea factible pronunciarse definitivamente sobre ellas. En 1971 tuvo lugar, en varias fases, una reducción de diferenciales entre los distintos tipos de depósitos que favoreció a los depósitos a la vista (1). En ese año y en los siguientes, la distribución de rentas favoreció a las empresas e, indirectamente, a la generación de cuentas corrientes. Finalmente las tensiones inflacionistas de los últimos dos años restan atractivo a los depósitos como instrumento de ahorro, estimulando al público a realizar colocaciones más líquidas. El relativo desdibujamiento del fenómeno en 1973 podría atribuirse, por otra parte, a un nuevo ajuste

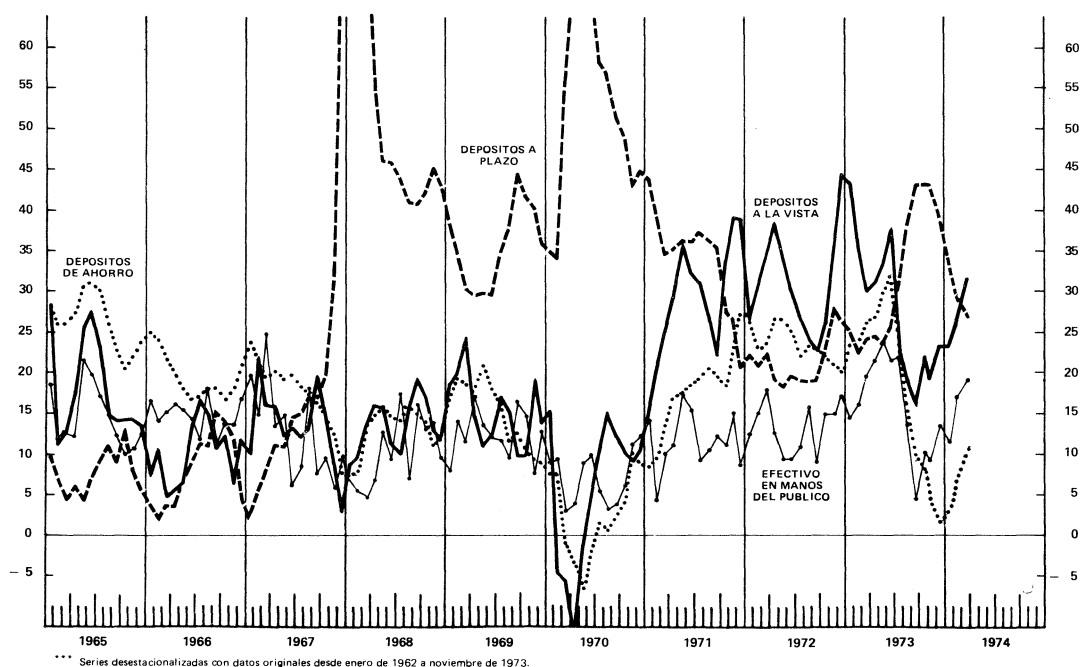
(1) Los tipos de interés se muestran en el Capítulo III, cuadro 4.

de diferenciales en el mes de julio, esta vez contrario a las cuentas corrientes; ese movimiento fue seguido, efectivamente, de una brusca desaceleración en las tasas de crecimiento de la oferta monetaria, en la que debieron influir, sin embargo, otras causas difíciles de precisar, además del cambio de tipos de interés.

GRAFICO IV-2

Disponibilidades líquidas: componentes ***

Tasas de incremento T_1^3



El juego de los diferenciales de interés es patente en la evolución de los depósitos cuasimone-
tarios. Las imposiciones a plazo, que desde 1967 vienen mostrando una acusada sensibilidad
a los movimientos relativos de tipos de interés, se habían resentido en 1971 del descenso de los
diferenciales a su favor en relación con los depósitos de ahorro y cuentas corrientes. Su ritmo
de crecimiento se redujo apreciablemente y se mantuvo, durante 1972 y parte de 1973, a ni-
veles modestos en comparación con años anteriores, aunque todavía importantes (en un orden
de magnitud comprendido entre el 20 y el 25 por 100). La modificación de tipos en julio de
1973 provocó de inmediato una aceleración en la generación de depósitos a plazo, hasta ritmos
superiores al 40 por 100, situando el crecimiento de diciembre a diciembre en un 31,7 por
100 (1). Esta aceleración presenta características diferentes de las que se habían registrado en

(1) Debe hacerse constar que el ajuste siguiente a la modificación de tipos ha sido, pese a su importancia absoluta, más modesto que los que tuvieron lugar en 1967-68 y en 1970, años en que durante el trimestre siguiente al cambio de interés se registraron tasas superiores al 70 por 100. Esta mayor moderación se

CUADRO IV-2

Evolución del pasivo del sistema crediticio

Miles de millones de pesetas

	Variación anual			Saldo a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
Disponibilidades líquidas	465,6	563,3	716,7	3.697,0
Oferta monetaria	173,1	226,1	262,7	1.401,9
Efectivo	31,2	40,5	52,4	387,1
Depósitos a la vista	141,9	185,6	210,3	1.014,8
Depósitos de ahorro	112,3	178,2	170,4	1.106,2
Depósitos de ahorro vinculado	0,2	1,1	— 0,7	6,7
Depósitos a plazo	180,0	157,9	284,3	1.182,2
Hasta tres meses	0,6	1,0	5,5	11,9
De tres a seis meses	11,0	— 3,7	6,9	53,7
De seis meses a un año	138,1	109,4	27,6	760,1
De un año a dos años	4,4	3,7	4,6	16,8
A mayor plazo	26,0	47,3	239,9	339,7
Otros recursos	— 2,2	40,6	105,3	355,6
Depósitos de importadores	— 25,7	—	—	—
Bonos de caja	0,9	1,6	32,0	61,8
Cédulas EOC	— 0,8	— 0,2	0,2	8,5
Cuentas de capital	23,4	39,2	73,1	285,3
Capital desembolsado de la banca privada	9,9	15,1	25,2	92,5
Otras cuentas de capital	13,5	24,1	47,9	192,8
Recursos totales	463,4	603,9	821,6	4.052,6

1967 ó 1969, tras las ampliaciones de diferenciales a favor de los depósitos a plazo que entonces tuvieron lugar, puesto que en el caso presente los depósitos a plazo beneficiados no han sido aquellos cuyo diferencial ha mejorado (esto es, los depósitos a plazos comprendidos entre tres meses y un año, cuyo diferencial con los depósitos de ahorro gana medio punto y con las cuentas corrientes, tres cuartos de punto), sino una categoría de depósitos que en vez de mejorar, retroceden relativamente: los depósitos a más de dos años, que en el régimen precedente de libertad de interés rentaban generalmente el 6 por 100 a dos años y el 7 por 100, a cinco, llegando en algún caso al 8 por 100, y que a partir de julio se unifican al 6 por 100 máximo. Pues bien, son los depósitos a más de dos años los que aumentan un 240 por 100, pasando de constituir un 11 por 100 del total de imposiciones a plazo, a fines de 1972, a un 29 por 100, a fines de 1973. En cambio, el crecimiento de los depósitos a un año es un mero 4 por 100, pese a su alza de diferencial. Esta paradoja se resuelve, sin embargo, cuando se tiene en cuenta que la orden que modifica los tipos de julio autoriza a la banca comercial y a las Cajas de Ahorros a practicar las imposiciones a más de dos años, reservadas antes a los bancos industriales y de nego-

debe a que al suponer en la actualidad los depósitos a plazo un porcentaje del total de depósitos bastante mayor que en la década de los 60, las transferencias entre distintas clases de depósitos, aun siendo de parecida importancia absoluta, presentan ya menor importancia relativa.

CUADRO IV-3

Depósitos y bonos de caja: detalle por emisores

Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	Banca no industrial			Banca industrial			Cajas de ahorros		
	XII-72	VI-73	XII-73	XII-72	VI-73	XII-73	XII-72	VI-73	XII-73
TOTAL DEPOSITOS (a)	1.624,4	1.776,5	2.037,7	142,6	183,5	205,9	869,5	937,4	1.061,6
Depósitos a la vista	689,6	737,6	865,0	33,5	37,1	45,7	70,0	79,5	94,1
Depósitos de ahorro	462,0	512,3	533,5	7,3	9,3	8,6	466,6	501,5	564,1
Depósitos de ahorro vinculado	0,4	0,4	0,3	—	—	—	6,9	8,1	6,4
Depósitos a plazo (b)	472,4	525,3	638,9	101,8	137,1	151,6	326,0	348,3	397,0
Hasta tres meses	6,0	4,1	10,2	—	0,1	0,7	0,5	0,5	1,1
Tres a seis meses	33,4	33,8	38,3	0,2	0,6	1,1	13,2	12,7	14,3
Seis a doce meses	432,3	486,0	452,5	1,8	1,5	2,1	298,4	320,4	305,5
Uno a dos años	0,5	0,9	5,2	0,1	0,2	0,3	11,4	14,7	11,3
Más de dos años	0,2	0,5	132,7	99,6	134,7	147,4	—	—	59,5
BONOS DE CAJA (c)	—	—	—	59,5	67,8	114,6	—	—	—
Detalle Certificados de depósito	—	—	—	50,1	71,1	83,1	—	—	—

(a) De particulares y empresas.

(b) La definición de plazos a efectos de los balances de bancos y cajas de ahorros no coincide con la utilizada al fijar los tipos de interés. Así, los balances clasifican las imposiciones a plazo en los grupos siguientes: «Hasta noventa días», «hasta seis meses», «hasta un año», «hasta dos años» y a «mayor plazo», mientras que la orden de 4 de julio de 1969 establece tipos distintos para las imposiciones «a tres meses», «a seis meses», «a un año» y «a más de dos años». Esta última clasificación se ha interpretado en el sentido de que los tipos fijados se deben aplicar a las imposiciones cuyo plazo sea como *mínimo* el indicado; así, el de un año se aplicará a los depósitos de plazo comprendido entre uno y dos años. Con tal interpretación, ambas definiciones solo coinciden en sus últimas categorías; la primera del balance comprenderá imposiciones a menos de tres meses, que no tienen señalado interés específico en la orden, y las realizadas a noventa días, a las que, presumiblemente, se aplica el interés fijado para tres meses; la segunda comprende depósitos entre tres y seis meses menos un día, que devengan el de seis meses; y así sucesivamente. En la práctica, la falta de correspondencia no es grave, pues los depósitos a plazos atípicos son, al parecer, escasos, aunque no inexistentes. A efectos de análisis, vamos a suponer que todos los depósitos «hasta un año» devengan el interés «a un año».

(c) Total; no coincide con las cifras del sistema crediticio (cuadro IV-2), en las que se excluyen los bonos adquiridos por las entidades incluidas en el propio sistema.

cios (1). Y las tasas de crecimiento indicadas recogen, por lo que respecta al total de imposiciones a plazo, el desplazamiento, esperable según la experiencia pasada, de otros tipos de depósitos a esta modalidad; pero por lo que respecta a los depósitos a un año y a más de dos, una conversión masiva en el seno de los bancos comerciales y de las cajas de ahorros de depósitos a un año en depósitos a dos años.

Ello indico que existía una demanda potencial de depósitos a plazo más largo y tipo más alto que no se hacía efectiva por imperfecciones del mercado de depósitos, al ser los únicos entes que la podían cubrir, los bancos industriales, instituciones menos conocidas, relativamente nuevas y pequeñas y con escasos puntos de venta en el país. Esa demanda potencial se está realizando ahora en detrimento de los depósitos a un año, que han disminuido un 6 por 100 (unos 48.000 millones de pesetas) entre junio y diciembre de 1973. Y también en detrimento de la banca industrial, ya que en el régimen anterior es de suponer que los propios bancos comerciales matrices de un banco industrial canalizaban parte de dicha demanda hacia su filial, para recuperar luego los fondos a través de los depósitos interbancarios (2), de hecho el crecimiento de los depósitos a plazo de los bancos industriales, que en el primer semestre excedía ampliamente al de los comerciales (34,7 por 100, frente a 11,2 por 100, respectivamente), en el segundo se retrasa de modo patente, tanto frente a los bancos comerciales como frente a las cajas de ahorros: entre junio y diciembre, el ritmo de aumento de las imposiciones a plazo fijo en bancos industriales es de solo un 10,6 por 100, frente a un 21,6 por 100 para los bancos comerciales y un 14 por 100 para las cajas de ahorros.

La banca industrial conserva, sin embargo, dos instrumentos de mercado exclusivos: los certificados de depósito y los bonos de caja. Y es seguramente significativo que en el segundo semestre de 1973 hayan sido precisamente estos dos instrumentos los que han constituido la base del crecimiento de este grupo de entidades. Prácticamente, la totalidad del crecimiento de sus depósitos a plazo ha tomado la forma de certificados. Debe recordarse que aunque los tipos de interés nominales de los certificados no difieren de los tipos de los depósitos ordinarios de igual madurez, su endosabilidad les confiere una liquidez que los convierte, desde el punto de vista del depositante, en un activo a corto plazo. Lo mismo sucede con los bonos, que al atractivo de una rentabilidad del 7,5 por 100 (antes de septiembre de 1973, un 7 por 100), con un margen, por tanto, de punto y medio sobre los depósitos más rentables, unen la negociabilidad en bolsa. Ello justifica su crecimiento inusitado en la segunda mitad del año, en la que se han colocado 46,8 mil millones de bonos, cinco veces más que en la primera (3),

- (1) Estrictamente hablando, los bancos comerciales y las cajas de ahorros también podían, con anterioridad a julio de 1973, recibir depósitos a dos años o más, pero abonándoles el mismo tipo de interés de los depósitos a un año, razón por la que su volumen de depósitos a más de un año era prácticamente nulo.
- (2) Ver el apartado I.3.2.
- (3) Debe recordarse, incidentalmente, que los bancos programaron un total de emisiones de 76.300 millones de pesetas, de las que quedaban sin colocar a fin de diciembre cerca de 20.000 millones. Hubo, pues, una sobreestimación de la capacidad de absorción del mercado, dadas las condiciones de emisión practicadas en la actualidad.

siendo de destacar el esfuerzo realizado por la banca para atraer a los inversionistas privados, a diferencia de años anteriores, en los que las cajas de ahorros habían monopolizado prácticamente la demanda de ese mercado; ya en el primer semestre de 1973 había síntomas de una reactivación de la demanda no institucional de bonos. En cualquier caso, los bancos interesados en su emisión se han ocupado de crear mercado tanto para los certificados como para los bonos, de manera que la ventaja de su negociabilidad, y por tanto liquidez, no es meramente teórica.

Los depósitos de ahorro han sufrido, en mayor medida que los depósitos a la vista, la competencia de los depósitos a plazo en la segunda mitad del año. La erosión registrada por estas cuentas ha sido menos brusca que en rectificaciones anteriores de la estructura de tipos, y en el conjunto del segundo semestre los depósitos de ahorro todavía muestran un alza sustancial; la desaceleración se ha ido acentuando, sin embargo, hasta fines de año, momento en que su tasa de crecimiento llegó a ser casi nula. A principios de 1974, tanto el crecimiento de los depósitos a plazo como de las cuentas de ahorro comenzaban a normalizarse. Debe observarse, por otro lado, que el reajuste entre depósitos de ahorro y depósitos a plazo se ha centrado exclusivamente en la banca comercial; las cajas de ahorros, más leales a su fuente fundamental de recursos, o quizás con una clientela menos sensible a los tipos de interés, no han registrado en el segundo semestre una transferencia apreciable entre las cuentas de ahorro y las cuentas a plazo.

Para completar el estudio de los recursos financieros del sistema crediticio hay que hacer una breve mención de la cifra de recursos propios. Estos aumentan en 1973 en 73,1 mil millones de pesetas, lo que, sobre los saldos a principios de año, dan un crecimiento del 34 por 100, superior al de los recursos ajenos. A este crecimiento colaboran un incremento muy importante (de 25,1 mil millones, con alza del 37 por 100) en el capital desembolsado de la banca privada, colocado fuera del propio sistema, y un fuerte aumento de las reservas de todos los grupos de entidades integrados en él (Banco de España, banca privada, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito).

I.2. Los activos del sistema.

Al considerar la colocación o inversión de los recursos netos del sistema crediticio, el fenómeno más destacable es el incremento relativo que vienen registrando sus activos sobre el sector privado, en detrimento de los activos exteriores o de los activos sobre el sector público.

Las tasas de crecimiento de estos dos últimos sectores, en efecto, aunque todavía positivas, muestran una significativa desaceleración, al contrario de lo que sucede con la de los activos privados. En el caso del sector exterior, la acumulación de reservas oficiales ha cedido tanto en tasas de crecimiento como en cifras absolutas, mientras que la posición neta de la banca con el exterior, típicamente pasiva, ha empeorado ligeramente. Con relación al sector público,

CUADRO IV-4

Evolución de los activos del sistema crediticio

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Variaciones netas absolutas (a)			Variaciones netas relativas (b)			Saldo a 31 de diciembre de 1973 (a)
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	
SECTOR EXTERIOR	83,7	81,9	63,2	83,9	44,6	23,8	328,6
Reservas centrales	103,0	93,1	76,0	85,5	41,7	24,0	392,6
Posición neta de la banca	— 15,2	— 8,0	— 13,3	102,7	26,7	— 35,0	— 51,3
Otros saldos (neto)	— 4,1	— 3,2	0,5	69,5	32,0	3,8	— 12,7
SECTOR PUBLICO	28,7	25,8	18,7	12,0	9,6	1,2	312,3
Créditos: Administración Central	2,4	— 21,5	13,2	5,7	— 50,5	} 70,3	37,3
Bonos del Tesoro (c)	—	—	2,2	—	—		—
Créditos: Organismos	— 25,4	7,2	— 0,1	— 27,9	11,0	} —	72,7
Fondos públicos (d)	71,9	58,0	29,1	20,8	13,9		504,0
Dotaciones y otras cuentas (e)	— 20,2	— 17,9	— 25,7	— 8,5	— 6,9	— 9,3	— 301,7
SECTOR PRIVADO	314,5	467,2	701,1	18,0	22,6	27,7	3.231,0
Créditos	265,4	428,4	614,0	17,4	23,9	27,6	2.836,7
Valores industriales	49,2	38,8	87,1	22,4	14,5	28,4	394,3
Acciones	19,7	10,5	44,1	23,4	10,1	38,6	158,4
Obligaciones	29,5	28,3	43,0	21,8	17,2	22,3	235,9
OTRAS CUENTAS NETAS	36,5	29,0	38,6	47,0	26,2	27,2	180,7
Activo real	11,5	14,3	21,5	17,3	18,3	23,3	113,9
Otros activos (neto)	25,0	14,7	17,1	250,0	42,0	34,4	66,8
Inversiones totales	463,4	603,9	821,6	21,4	23,0	25,4	4.052,6

- (a) El signo (—) indica pasivos, disminución de activos o aumento de pasivos.
- (b) Sobre los saldos a fin del período anterior.
- (c) Bonos en cartera del sistema crediticio, excepto Banco de España.
- (d) Deducidas las cédulas de los Bancos Hipotecario y de Crédito Local en cartera del sistema crediticio.
- (e) Resultado de relaciones entre el crédito oficial y el Tesoro.

continúa la tendencia de años anteriores, volviendo a reducirse su recurso al sistema crediticio. Ciertamente, la forma en que ha tenido lugar éste ha sufrido una importante alteración, puesto que las emisiones colocadas en bancos y cajas de ahorros han experimentado un fuerte descenso y, en cambio, el Tesoro ha tenido que acudir en cuantía importante al banco emisor. Pero, en suma, las necesidades financieras del Tesoro, organismos públicos y entes locales a cubrir en el sistema han registrado, por segundo año consecutivo, un acusado descenso.

En cambio, la financiación al sector privado muestra una decidida aceleración, con un aumento neto de 700.000 millones de pesetas, equivalente al 27,2 por 100 de la cartera de créditos y valores a comienzos del ejercicio. El conjunto de «otras cuentas netas» del sistema crediticio,

que en gran parte puede asimilarse a financiación al sector privado, crece a un ritmo muy similar, por tanto, también, muy superior al de la financiación a los sectores público y exterior.

A diferencia de lo ocurrido en los tres años anteriores, en 1973 el crecimiento experimentado por el sector privado resulta superior al de las disponibilidades líquidas, que fue del 24 por 100. Esta comparación no es meramente ilustrativa, sino que, en conexión con el descenso relativo de la financiación a los otros dos grandes sectores, debe explicar la extraordinaria cifra de crédito del último ejercicio. En efecto, durante los períodos en que crece rápidamente la masa monetaria, como ha sucedido desde mediados de 1970 hasta el tercer trimestre de 1973, cabe esperar que esa magnitud será la variable clave en la evolución general del sistema crediticio. Las disponibilidades líquidas, que, como hemos visto anteriormente (cuadro IV-2), constituyen más del 90 por 100 de los recursos del sistema, crecerán en función de las necesidades de los particulares y empresas, determinadas por la evolución de los ingresos reales, los precios y otras magnitudes macroeconómicas. Una parte de ese dinero la recibe el sector privado a cambio de las divisas que vende al sistema bancario cuando tiene un superávit en el conjunto de sus operaciones, reales o financieras, con el exterior; otra parte le llega del Tesoro y organismos, por la diferencia entre los pagos públicos que estos entes le hacen y los ingresos que en forma impositiva, financiera o por otras vías extraen de él. La financiación bancaria deberá cubrir el resto. Este resto podrá ser pequeño, si los otros dos flujos son importantes, o grande, si no lo son o resultan negativos.

Esos flujos, junto con la necesidad de financiar la propia demanda de dinero, reducen la conexión posible entre el crédito y las magnitudes macroeconómicas reales. Por ejemplo, una cifra de crédito pequeña, acompañada, sin embargo, de una cifra alta de crecimiento monetario (que se financia gracias al superávit exterior y el déficit público), solo significa, en relación con las inversiones privadas, que son o resultan negativas; en ningún caso ello implicará consecuencia alguna para la coyuntura económica. Por ejemplo, una cifra de crédito pequeña, acompañada, sin embargo, de una cifra alta de crecimiento monetario (gracias al superávit exterior y el déficit público), solo significa, en relación con la financiación de las inversiones privadas, que el sector se está autofinanciando, sea a nivel individual, sea a través de mercados o mecanismos ajenos al sistema crediticio; el sistema crediticio no participa en mayor cuantía en la intermediación de la financiación, en virtud del hecho de que el público no desea —todavía en la hipótesis de que no hay restricciones monetarias— absorber más activos monetarios o cuasimonetarios, esto es, más billetes o depósitos en bancos y cajas de ahorros. Por el contrario, una cifra más alta de crédito no deberá interpretarse como signo de mayores inversiones o de más actividad, sino que será el resultado mecánico de que al fallar los superávits financieros del sector privado sobre otros sectores económicos, la banca debe satisfacerle sus necesidades monetarias o, dicho de otro modo, que debe recuperar de la banca un porcentaje mayor de los recursos que le entregó en forma de depósitos para restablecer su equilibrio financiero.

A la luz de estas consideraciones generales es como debe interpretarse la evolución del crédito en 1973, puesto que las restricciones monetarias introducidas en el último trimestre de ese año no alteran todavía sensiblemente las cifras globales del ejercicio. Los sectores público y exterior habían cubierto un 24,3 por 100 de las necesidades monetarias privadas en 1971 (o, si se quiere, habían reciclado al sector privado ese porcentaje de los fondos entregados por éste al sistema monetario); en 1972, la proporción había caído al 17,9 por 100; en 1973 es tan solo de exactamente un 10 por 100. El crédito o la compra de valores privados tiene que cubrir, por tanto, la diferencia creciente. En 1974, si el sector exterior muestra un déficit superior al del sector público, la financiación al sector privado llegará a ser tal vez más del 100 por 100 de las disponibilidades; en el caso hipotético de que no se controlara la expansión monetaria, se produciría un aumento espectacular de los ritmos de crecimiento del crédito y ello, sin embargo, todavía no constituiría por sí mismo un indicador de mayor actividad o impulso a la economía.

CUADRO IV-5

Estructura de los activos del sistema crediticio

Porcentaje de los recursos totales

	Variaciones netas			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
Sector exterior	18,1	13,6	7,7	8,1
Sector público	6,2	4,3	2,3	7,7
Sector privado	67,9	77,3	85,3	79,7
Otras cuentas netas	7,8	4,8	4,7	4,5
	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Cuadro IV-4.

La óptica del análisis cambiaría, si de una situación de laxitud monetaria pasamos a otra de control. Con independencia del método que se adopte de control monetario, el propósito instrumental de las autoridades en este caso es ajustar la cifra de créditos o inversiones privadas de las entidades monetarias de modo que la cifra resultante, añadida a los flujos financieros previstos del sistema con los sectores públicos y exterior, produzcan el ritmo de crecimiento monetario que se plantea como objetivo final. Ahora la variable que marca la evolución monetaria ya no sería la generación privada de depósitos, sino la concesión de créditos. Las empresas que no reciben los créditos requeridos, deberán reducir su actividad —reduciendo así sus salidas financieras—, lo que, finalmente, reducirá la capacidad y el deseo de generar depósitos del sector privado, si la política seguida es restrictiva. Si la política fuera eficazmente expansiva, el aumento «forzado» de los créditos movería a las empresas a aumentar su actividad productiva e inversora, con las consecuencias lógicas sobre las magnitudes macroeconómicas, incluido el dinero.

I.3. Aspectos institucionales.

I.3.1. Recursos de los principales grupos de entidades crediticias.

El análisis precedente, centrado en el sistema crediticio como un todo, pretendía destacar la creación de activos monetarios o cuasimonetarios a favor de las economías privadas. A continuación se procederá a realizar una desagregación del sistema en sus diferentes grupos de entidades, con objeto de estudiar el comportamiento de las mismas, que presentan rasgos diferenciales acusados. Se van a considerar cuatro tipos de entidades: los bancos comerciales, los bancos industriales, las cajas de ahorros y las entidades oficiales de crédito; se prescinde del estudio de la actuación del Banco de España, que se ha desarrollado ya con suficiente amplitud en el Capítulo anterior.

En el análisis del sistema crediticio se eliminaba una serie de recursos ajenos no generados por el sector privado interno, sino por los sectores público y exterior, restados de las partidas de activo correspondientes a estos sectores. Sin embargo, esas partidas constituyen recursos para invertir desde el punto de vista de las entidades receptoras, lo que obliga a readmitirlas en el pasivo en el análisis individual de los entes crediticios. Por otra parte, no todos los recursos son traspasados a usuarios finales de fondos por las entidades que los reciben, sino que una parte de cierta importancia se transfiere de unas entidades a otras por una diversidad de motivos. En la presente sección se muestran los recursos «brutos» (con las salvedades que luego se verán) de las entidades, procedentes de sectores no financieros, para proceder en la siguiente a considerar los trasvases intrasistema, antes de analizar, finalmente, las inversiones fuera del sistema en una sección posterior.

Los recursos ajenos aún no considerados, excluyendo todavía los fondos intrasistema, son los depósitos de no residentes en el caso de los bancos; estos mismos (limitados casi exclusivamente a las libretas de emigrantes) y algunos depósitos de organismos públicos, en el caso de las cajas de ahorros, y las dotaciones del Tesoro, ciertos préstamos exteriores de escasa cuantía y una cifra mínima de depósitos, en general asociados a operaciones de activo y de la que no nos vamos a ocupar, en el caso de las entidades oficiales de crédito.

En este análisis no se considera la cifra bruta de pasivos exteriores de la banca, puesto que una parte muy importante de los mismos obtenida en el mercado de eurodivisas se reinvierte automáticamente en él, sin afectar a las inversiones ordinarias: se trata, en virtud de las disposiciones vigentes, de un circuito casi cerrado del que importan más aquí las «filtraciones» fuera del circuito que éste en sí. Por ello se restarán de los pasivos exteriores totales los depósitos de la banca española en moneda extranjera en bancos extranjeros.

Como puede verse en el cuadro IV-6, los recursos exteriores «netos», en el sentido del párrafo precedente, han supuesto una aportación de cierta importancia (17.200 millones de pesetas) para los bancos comerciales; no así para los industriales, que si bien tienen una parti-

Evolución de los recursos de las entidades crediticias
Detalle por grupos de entidades

Miles de millones de pesetas

	Banca comercial				Banca industrial				Cajas de Ahorros				Entidades oficiales de crédito			
	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973	Variación en			Saldo a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973		1971	1972	1973		1971	1972	1973		1971	1972	1973	
Recursos propios . . .	11,4	20,6	33,5	159,6	7,1	7,5	13,6	44,7	6,1	10,2	13,7	57,7	1,8	0,8	1,0	5,8
Recursos ajenos																
Depósitos	263,8	311,5	413,3	2.037,7	30,5	54,5	63,4	205,9	148,8	154,3	195,8	1.101,2	—	—	—	—
Bonos y cédu- las (a)	—	—	—	—	1,3	2,1	32,8	63,6	—	—	—	—	—0,8	—0,2	—0,2	8,5
Dotaciones del Tesoro	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	20,6	17,7	25,5	301,7
Pasivos exte- rios (b)	13,8	4,9	17,2	52,6	0,7	0,9	0,6	3,4	0,9	1,9	2,7	5,6	1,1	0,3	0,2	6,3
TOTAL	289,0	337,0	464,0	2.249,9	39,6	65,0	110,4	317,6	155,8	166,4	212,3	1.164,5	22,7	18,6	26,5	322,3
Recursos de cada grupo en porcen- taje de los recur- sos totales de los cuatro grupos de entidades	57,0	57,4	57,1	55,6	7,8	11,1	13,6	7,8	30,7	28,3	26,1	28,7	4,5	3,2	3,2	7,9

(a) Excluidos los que están en poder de otras entidades crediticias.

(b) Deducidos los depósitos de la banca en bancos y banqueros extranjeros.

cipación normal en el circuito de eurodólares (ver detalle en el cuadro IV-7), presentan escaso volumen de depósitos exteriores no bancarios o en pesetas convertibles. En cuanto a las cajas de ahorros, recién llegadas a este terreno (en 1970 sus pasivos exteriores eran prácticamente nulos), muestran un apreciable incremento, centrado de modo prácticamente exclusivo en las libretas de ahorro del emigrante, cuentas que tienen menor peso en el caso de los bancos comerciales (1) y nulo en el de los industriales.

CUADRO IV-7

Detalle de los pasivos exteriores de la banca

Saldos a 31 de diciembre

Miles de millones de pesetas

	Banca comercial				Banca industrial			
	1970	1971	1972	1973	1970	1971	1972	1973
Recursos exteriores netos	16,7	30,5	35,4	52,6	1,2	1,9	2,8	3,4
Depósitos de no residentes:								
En moneda extranjera	26,5	35,4	51,2	76,2	0,6	0,8	1,2	3,0
En pesetas convertibles	8,3	15,2	19,7	15,2	0,3	0,7	1,1	0,5
Depósitos de bancos y banqueros extranjeros:								
En moneda extranjera	35,7	52,7	96,1	137,9	6,0	16,2	12,4	18,9
En pesetas convertibles	4,4	5,4	7,5	9,8	0,4	0,3	0,2	0,3
Menos: Depósitos en bancos y banqueros extranjeros	— 58,2	— 78,2	— 139,1	— 186,5	— 6,1	— 16,1	— 12,1	— 19,3
Pro memoria								
Cuentas de ahorro del emigrante:								
En pesetas convertibles	—	0,1	0,3	1,2	—	—	—	—
En pesetas interiores	—	0,9	2,7	7,3	—	—	—	—

Los depósitos de organismos públicos en las cajas de ahorros aumentaron en 1973 en 11.000 millones de pesetas, con un aumento de un 32,6 por 100 sobre los saldos a final del año precedente. Estos recursos suponen ahora un 4 por 100 de los fondos totales de las cajas, aunque se trata de unos recursos sometidos a grandes fluctuaciones (2).

- (1) Sin embargo, los bancos comerciales contabilizan una cifra de cierta importancia de saldos de ahorro de emigrantes en pesetas interiores (ver cuadro IV-7).
- (2) Los depósitos públicos en las cajas incluyen saldos de las entidades gestoras de la Seguridad Social y depósitos de otros organismos. Es sabido que los bancos tienen también depósitos de aquellas entidades, aunque no se dispone de su desglose, quedando englobadas, por tanto, con los depósitos de particulares. A juzgar por los datos de los balances de las entidades de Seguridad Social y de las cajas, la banca tendría, en años pasados, unos 15.000 millones de pesetas de esta procedencia:

El principal recurso financiero de las entidades oficiales de crédito sigue siendo la aportación directa del Tesoro, pese a las autorizaciones contenidas en la Ley de Crédito Oficial, que permitirían una diversificación de los mismos; de hecho, los fondos obtenidos del sector exterior, los recursos propios o los depósitos de clientes se mueven en niveles mínimos y no se ha intentado la emisión directa de valores. Las dotaciones del Tesoro, por su parte, han ascendido a 25.500 millones, lo que supone un aumento de cierta consideración sobre los años inmediatamente precedentes, aunque todavía son inferiores a la cifra de recursos entregada a estas entidades en 1968 ó 1969.

Totalizando ahora los recursos propios o ajenos (excepción hecha de los recibidos de otros entes financieros) de cada uno de los cuatro grupos de entidades analizadas, se observa que la banca comercial ha mantenido su participación en el total de recursos generados durante 1973, que se eleva a un 57 por 100 de aquéllos. La banca industrial todavía la ha incrementado, pese a la pérdida de su privilegio en el mercado de depósitos a largo, gracias, en parte, a su expansión del primer semestre y, en parte, a sus emisiones de bonos; en 1973 ha absorbido un 13,6 por 100 de los recursos generados en el año, elevándose su participación total en el sistema, en términos de saldos acumulados a fin de año, a un 7,8 por 100. Por el contrario, las cajas de ahorros muestran un retroceso relativo en su captación de recursos, como ya les sucedió el año anterior; en 1973 han recibido poco más de una cuarta parte de los recursos totales. Los recursos de las entidades oficiales de crédito se mantienen a niveles muy modestos, como en los años precedentes, canalizando tan solo un 3,2 por 100 de los fondos intermediados por el sistema crediticio.

1.3.2. *Trasvases de fondos entre instituciones financieras.*

Como ya se ha indicado, los recursos con que cuenta cada grupo de entidades crediticias para financiar a los usuarios finales de fondos no coinciden con los recursos por ellas recibidos de los sectores «reales» de la economía. Existe una serie de trasvases financieros motivados, en unos casos, por la necesidad o conveniencia de mantener recursos líquidos, sea en el banco central, sea en otras instituciones; en otros, por ofrecer algunos entes crediticios inversiones alternativas interesantes a los demás componentes del sistema, o, en ciertas situaciones, por existir relaciones de dependencia entre entidades. Estas relaciones son muy complejas, ya que se establecen por multitud de canales y prácticamente en ambos sentidos entre cada grupo de entidades. El detalle contable de que se dispone en la actualidad no permite cifrar con exac-

	(Miles de millones de pesetas)			
	1970	1971	1972	1973
Seguridad Social: depósitos totales.....	28,0	29,7	32,7	n. d.
Menos: Cajas de ahorros: depósitos de la Seguridad Social.	13,2	14,5	17,5	22,3
Resto.....	14,8	15,2	15,2	n. d.

titud esa red de relaciones financieras (1). Por tal razón, el análisis que se realiza a continuación debe tomarse tan solo como indicativo de los órdenes de magnitud de estos trasvases.

Analicemos en primer lugar los trasvases de fondos entre los cuatro grupos de entidades que consideramos en la sección precedente y el Banco de España. En gran medida, éstos resultan de la necesidad técnica o legal de mantener recursos líquidos en el Banco de España, compensada en parte por créditos de este último a las entidades; fueron, pues, implícitamente estudiados en el Capítulo anterior, al considerar la creación de liquidez y las intervenciones monetarias de la autoridad, quedando, por tanto, poco que decir aquí.

CUADRO IV-8

Trasvases de recursos entre entidades crediticias

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

DE \ A	Año	Banca comercial	Banca industrial	Cajas de ahorros	Entidades oficiales de crédito
Banco de España	1971	77,4 (a)	5,2 (a)	1,9 (b)	6,2 (c)
	1972	2,3	— 0,6	19,0	— 4,5
	1973	16,3	3,5	4,5	3,4
Banca comercial	1971	...	11,8 (d)	29,1 (e)	0,6 (g)
	1972	...	12,9	— 8,0	2,3
	1973	...	— 4,0	0,4	— 1,3
Banca industrial	1971	...	...	5,9 (f)	— (g)
	1972	...	...	19,7	0,1
	1973	...	...	15,2	—
Cajas de ahorros	1971	...	...	...	— (h)
	1972	...	...	...	3,9
	1973	...	...	...	— 1,9

- (a) Efectivo y depósitos (obligatorios o voluntarios, libres o no) en el Banco de España, menos redescuento o endoso de efectos y dispuesto en créditos.
- (b) Efectivo y depósitos en el Banco de España, menos crédito total dispuesto del Banco.
- (c) Efectivo y depósitos en el Banco de España, menos créditos dispuestos en el Banco.
- (d) Saldo neto de las cuentas de «Bancos y banqueros operantes en España: cuentas de Tesorería» de los bancos industriales, menos bonos de caja en cartera de la banca comercial.
- (e) Saldo neto de los depósitos de las cajas de ahorros en la banca comercial, menos los de ésta en las cajas.
- (f) Saldo neto de los depósitos de las cajas de ahorros en la banca industrial, menos los de ésta en las cajas, más los bonos de caja de bancos industriales en poder de las cajas.
- (g) Depósitos de las E. O. C. en los bancos, menos pólizas del crédito agrícola o marítimo, en cartera o redescontadas.
- (h) Depósitos de las E. O. C. en las cajas, más fondos del Banco de Crédito Agrícola traspasados a éstas, menos pólizas del crédito agrícola y marítimo en las cajas, menos otros créditos de las cajas a E. O. C., menos préstamos de las cajas con fondos del B. C. A.

(1) Por otra parte, las contabilizaciones de las operaciones según los proveedores y receptores de fondos muestran, cuando existe el dato, discrepancias importantes, debidas a desfases contables y diferencias de concepto o valoración.

Como puede verse en el cuadro IV-8, la banca comercial ha cedido recursos netos al banco central por un importe de 16.300 millones de pesetas en 1973, cifra superior a la del año precedente, pero muy reducida en comparación a la de 1971, año de gran acumulación de liquidez. Hay que indicar, además, que de esa suma, 10.300 millones fueron transferidos como consecuencia de la obligación impuesta de constituir depósitos sobre las cuentas en pesetas convertibles, lo que cancela en gran parte la entrada neta de recursos exteriores que registrábamos en la sección precedente. La transferencia de recursos en forma de absorción de liquidez (neta de los apoyos crediticios del banco emisor) ha sido, pues, muy reducida. Lo mismo cabe decir de la banca industrial, que presenta un perfil muy parecido, reducido, naturalmente, a su propio orden de magnitud. La única diferencia destacable con la banca comercial es el mínimo peso de los depósitos obligatorios, en contrapartida de cuentas en pesetas convertibles (unos 200 millones de pesetas), reflejo de la poca importancia, ya comentada, de las mencionadas cuentas en su actividad.

El comportamiento de los movimientos de fondos entre las cajas de ahorros y el Banco de España responde a unos principios muy distintos de los de la banca. En efecto, éstas mantienen sistemáticamente su liquidez en activos sobre el banco emisor al mínimo posible: hasta 1971, al mínimo técnico; desde entonces, al mínimo marcado por el coeficiente de caja. Sus recursos líquidos sobrantes se depositan en la banca, mecanismo que tiende a acumular en la banca los problemas de ajuste de liquidez de todo el sistema, tanto propios como de las cajas. La práctica de las cajas de ahorros de mantener sus recursos líquidos depositados en la banca se debe en alguna medida a razones técnicas, además de las razones obvias de rentabilidad. En efecto, las cajas, sin acceso directo a las cámaras de compensación oficiales y sin redes de sucursales fuera de su propia región, pero participando cada vez más en el sistema de pagos del país, tienen que mantener permanentemente unos saldos de maniobra importantes en los bancos que actúen como agentes o corresponsales suyos. Por otro lado, y compensando en cierto modo lo anterior, las cajas no se benefician de los créditos de apoyo de la autoridad monetaria, si se excluye la pignoración automática de valores, que jugó un papel importante en el momento de la introducción del coeficiente de caja. Así, pues, los trasvases de fondos cajas de ahorros-Banco de España, mínimos hasta 1971 (se limitaban prácticamente a la cobertura de las necesidades de caja en efectivo), registraron un brusco aumento en 1972, al entrar en juego el coeficiente, pese a su parcial compensación con pignoración, para disminuir en 1973 a una cifra modesta, resultante de la aplicación del coeficiente a un pasivo en aumento, y aun compensada parcialmente por presentaciones tardías de valores a pignoración.

Esta evolución debe asociarse a la registrada por los trasvases entre las cajas y la banca comercial (los que tienen lugar entre aquélla y la banca industrial responden a otros mecanismos). En efecto, el gran aumento de liquidez en todo el sistema crediticio en 1971, que afectó también a las cajas, se tradujo en un crecimiento neto de sus depósitos en bancos comerciales de 29.100 millones de pesetas; el impacto del coeficiente supuso en 1972 una retirada neta de 8.000 millones de depósitos de las cajas en los bancos; en tanto que las tensiones de liquidez registradas por el sistema crediticio, que a fines de 1973 comenzaban a repercutir en las cajas,

han hecho que los depósitos bancarios, que a lo largo del año se habían mantenido en cotas relativamente altas, cayeran luego bruscamente en diciembre, con lo que el movimiento de estas cuentas en el conjunto del año es nulo; la caída de diciembre se acentúa en los primeros meses de 1974 y es consecuencia lógica del traslado de la demanda de crédito de la banca a las cajas, a raíz de las restricciones de crédito apuntadas desde noviembre.

Los trasvases de fondos entre las entidades oficiales de crédito y los demás entes del sistema, poco importantes en cifras absolutas, tienen cierto interés en cuanto muestran cambios de política en su gestión de caja. En 1971, las entidades, reducida su actividad prestamista, acumulan un superávit financiero con el que reducen, primero, su dispuesto en el Banco de España y luego acumulan en depósitos libres en el mismo. En 1972, seguramente por razones de rentabilidad, tiene lugar un trasvase de recursos líquidos desde el Banco de España, que no remunera a sus depositantes, a la banca y las cajas de ahorros, que sí lo hacen. Durante gran parte de 1973, las entidades mantienen el grueso de su tesorería en bancos y cajas, pero a partir de octubre, y como parte del esfuerzo para restringir la liquidez del sistema bancario, se decide proceder a un nuevo trasvase de depósitos libres (1) de los bancos y cajas al Banco de España, movimiento que reflejan claramente las cifras del cuadro IV-8, dado que la posición global de tesorería de las entidades no ha variado apenas en el conjunto del año.

Al considerar anteriormente los trasvases entre las cajas y la banca se exceptuó a la banca industrial por intervenir, en este caso, un nuevo factor, al que ya se hizo mención al comienzo de este Capítulo. En efecto, las cajas de ahorros, además de depositar en la banca industrial una parte de su tesorería, se han convertido en los dos últimos años en demandantes muy importantes de bonos de caja, lo que se registra claramente en las transferencias netas de las cajas a los bancos industriales. Por otra parte, en la segunda mitad de 1973 surge el hecho, hasta ahora desacostumbrado, de que los bancos industriales empiezan a mostrar unos saldos activos de alguna consideración (entre 2.000 y 3.000 millones de pesetas, que ocasionalmente, en diciembre, superan los 5.000 millones) en las cajas; esos depósitos no pueden explicarse por servicios de cobro o transferencia (2) y de hecho los depósitos de bancos comerciales en cajas son prácticamente nulos; por tanto, deben relacionarse con las emisiones de bonos de caja tomadas por las cajas de ahorros, compensando en parte, al menos transitoriamente, la financiación de ésta a la banca industrial.

La última partida que queda por considerar la constituyen los trasvases entre bancos industriales y bancos comerciales. En este caso el análisis es más incompleto que en los precedentes, puesto que no ha sido posible tener en cuenta las transferencias resultantes de operaciones de cobranza y similares entre bancos (3), aunque cabe decir que la diferencia entre saldos activos y pasivos

- (1) Una parte de los depósitos en bancos y cajas está ligada a operaciones de crédito y no puede considerarse como tesorería.
- (2) Servicios que justifican, sin embargo, una parte de los depósitos de las cajas en los bancos.
- (3) Las cuentas «mutuas» entre bancos, que en principio deberían reflejar estos trasvases, muestran un saldo activo muy importante, atribuible a retrasos contables (por cargar el banco remitente de los documentos la operación en fecha anterior a aquella en que la operación es abonada por el banco receptor) y que imposibilita su análisis por grupos de bancos.

en esas operaciones es comparativamente mayor para los bancos industriales que para los restantes, indicio de que aquéllos utilizan los servicios de éstos en mayor medida que los comerciales usan los servicios de los bancos industriales, lo que implicaría que los comerciales disponen permanentemente de un cierto volumen de fondos de los bancos industriales por esta razón. Tampoco se han incluido las participaciones de capital de los bancos comerciales en los industriales por falta de datos elaborados; aquéllas deben implicar, en conjunto, un movimiento de fondos de signo contrario al anterior.

El análisis se limita, pues, al saldo de las cuentas de tesorería interbancarias, así como a la compra de bonos de caja por la banca comercial, partida esta última de menor importancia, de la que solo cabe destacar que a finales de 1973 mostraba algún apoyo por parte de la banca comercial al mercado de bonos. A través de sus cuentas de tesorería, los bancos industriales son, sistemáticamente, acreedores importantes de los restantes bancos, ascendiendo a fin de 1973 su saldo neto a 30,3 mil millones de pesetas. Este saldo se ha venido acumulando en años anteriores, importando las transferencias netas de fondos hacia la banca comercial una media de algo más de 12.000 millones de pesetas anuales en 1971 y 1972. En 1973, sin embargo, el proceso se interrumpe, registrándose una devolución de fondos a la banca industrial de 4.000 millones de pesetas. A estos efectos hay que distinguir en 1973 dos fases; en el primer semestre los saldos acreedores netos de la banca industrial todavía crecieron un 9,4 mil millones; por el contrario, en el segundo descendieron en 13.000 millones. Recuérdese que hasta esa fecha la banca industrial tiene el monopolio de los depósitos a más de dos años, que pierde en julio; además, muchos bancos industriales están vinculados a los grandes bancos nacionales: es de suponer que hasta junio la banca nacional accedía al mercado de depósitos a largo plazo a través de sus filiales industriales, que le transferían parte de los fondos obtenidos en él; desde esa fecha el mecanismo resulta superfluo. Cabe preguntarse si en el futuro este mecanismo continuará actuando para trasvasar a la banca comercial fondos recogidos por la banca

CUADRO IV-9

Saldos netos interbancarios (a)

Media mensual

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972	1973
Banca nacional	— 15,7	— 21,1	— 35,3	— 47,4
Banca regional	5,9	8,4	9,9	7,7
Banca local	0,8	— 0,2	— 2,8	— 1,5
Bancos extranjeros operantes en España	0,2	— 0,7	— 0,7	— 1,2
Banca industrial	7,0	12,6	26,5	39,1
TOTAL (b)	— 1,7	— 0,9	— 2,4	— 3,4

(a) Las cifras se refieren a las cuentas llamadas «de tesorería», con exclusión de las «cuentas mutuas» o de corresponsalia, que no obedecen a las motivaciones características de los mercados monetarios.
(b) Teóricamente, este total debería ser igual a cero, explicándose las cifras por desfases de contabilización.

industrial por la vía de los instrumentos que aún monopoliza, el bono de caja y el certificado de depósito.

Los bancos industriales no son los únicos tributarios financieros de otros bancos. En el cuadro IV-9 se muestran los saldos netos de operaciones de tesorería de cada uno de los cinco grupos en que suele dividirse a la banca (nacional, regional, local, extranjera e industrial). Las cifras recogidas son medias anuales, para evitar la incidencia de movimientos erráticos poco significativos. Como puede verse, las transferencias interbancarias de fondos han beneficiado sistemáticamente a la banca nacional, a expensas de la banca industrial, como ya se ha visto, y también de la banca regional, que presenta asimismo vinculaciones importantes. Los bancos locales y extranjeros, en cambio, son receptores sistemáticos de fondos, aunque en modesta cuantía, dada su dimensión relativa.

Obviamente, los fenómenos descritos en los dos párrafos precedentes impiden estudiar a través de las cuentas de bancos y banqueros la expansión del mercado interbancario, puesto que una parte importante de aquellas cuentas se genera en función de relaciones ajenas al mercado. Por lo tanto, ni el crecimiento de los saldos brutos de las cuentas de tesorería interbancarias en años anteriores (saldos que pasan de 32.000 millones, a fines de 1970, a 83.000, dos años después, y a 104.000 millones, en junio de 1973) refleja adecuadamente la expansión y generalización de los movimientos de fondos en el mercado interbancario, ni el descenso de estas cuentas en la segunda mitad de 1973 (hasta 78.000 millones en diciembre) supone necesariamente una desactivación del mercado. Antes bien, en el último ejercicio los trasvases de fondos intrasistema a través del mercado parecen haber aumentado de modo importante, hasta el punto de que puede hablarse ya de un verdadero mercado interbancario organizado, en el que participan regularmente un número creciente de entidades.

En el cuadro IV-10 se resumen, sobre la base de los datos del cuadro IV-8, los trasvases netos de fondos a favor de cada uno de los cuatro grupos de entidades crediticias considerados en esta sección. No es obvio advertir de nuevo que las cifras recogidas solo pueden tomarse como indicadores del orden de magnitud de los movimientos reales, debido a los problemas estadísticos que implica la construcción de un cuadro de esta naturaleza. Con esa salvedad, cabe indicar que la banca comercial había transferido fondos a otras entidades en 1971, por no compensar los que obtuvo de la banca industrial y de las cajas de ahorros a los que esterilizó en el Banco de España debido a su aumento de liquidez; se mantuvo en equilibrio aproximado el año siguiente, cancelándose entre sí las transferencias de los bancos industriales y las retiradas de las cajas; y vuelve en 1973 a ceder recursos al sistema, al secarse las transferencias de bancos industriales y cajas y aumentar sus entregas al banco emisor. La banca industrial, cedente neta de fondos en 1971, se ha convertido progresivamente en receptora, al aumentar su colocación de bonos en las cajas y reducir últimamente sus transferencias a la banca comercial. En cuanto a las cajas, unas veces por razones de tesorería, otras buscando una inversión financiera, son cedentes sistemáticamente de recursos en todo el período considerado, aunque va disminuyendo el volumen de sus cesiones.

Trasvases de recursos entre entidades crediticias

Variación anual neta

Miles de millones de pesetas

	Banco de España	Banca comercial	Banca industrial	Cajas de ahorros	Entidades oficiales de crédito
1971	90,7	— 35,9	— 11,1	— 36,9	— 6,8
1972	16,2	4,9	7,5	— 26,8	— 1,8
1973	27,7	— 21,2	15,7	— 22,0	— 0,2

Nota: Signo +, entrada neta en la entidad; signo —, salida neta de la entidad.

FUENTE: Cuadro IV-8.

1.3.3. Inversiones de las entidades de crédito.

Una vez ajustados los recursos obtenidos por la entidades de crédito del resto de la economía con aquéllos que fueron objeto de trasvase entre entidades, se dispone ya de la cifra neta de recursos a invertir por cada una de ellas (1).

El pasado ejercicio fue un año de fuerte expansión de las inversiones de todos y cada uno de los grupos de entidades de crédito estudiadas en este Capítulo. Esa expansión se concentra en sus carteras de valores industriales y créditos privados, puesto que los créditos y valores públicos redujeron su ritmo de crecimiento por segundo año consecutivo. En total el sistema crediticio, excluido el Banco de España, invirtió creca de 800.000 millones de pesetas netos, lo que supone un crecimiento de su cartera de un 24,6 por 100 sobre la que tenía a fin de 1972; esa tasa es superior en tres puntos a la de 1972 y en seis, a la de 1971. El crecimiento de las inversiones en créditos y valores privados fue de 28,3 por 100, frente a solo un 7,3 por 100 el caso de las inversiones en activos públicos. Ya se han explicado antes las razones del notable aumento de los activos sobre el sector privado, por lo que no es preciso detenerse de nuevo en este punto.

Analizando la evolución de los distintos grupos de entidades, y dentro de la tónica, que a todas alcanza, de aceleración de su ritmo de inversión, el año 1973 muestra una continuación de tendencias que ya apuntan en años anteriores.

- (1) Con las salvedades que se indican en la nota al cuadro IV-11. Por otra parte, los totales de este cuadro no coincidirían con los del cuadro IV-4, referido a la totalidad del sistema crediticio, porque no estamos considerando ahora los activos del Banco de España y porque en el análisis precedente el sector público se presentaba neto de sus partidas de pasivo, mientras que aquí solo se tienen en cuenta las partidas que constituyen inversiones desde la óptica de las entidades.

Entidades de crédito: financiación a la economía

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Variaciones absolutas			Variaciones relativas			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	
BANCA COMERCIAL	244,3	345,5	458,1	19,1	22,7	24,5	2.328,1
Sector público	53,0	29,2	11,3	22,0	9,9	7,5	334,6
Créditos	—	—	0,1	...	...	...	10,8
Valores (a)	53,0	29,2	11,2	...	...	...	323,8
Sector privado	184,2	312,1	412,0	18,1	26,0	27,2	1.926,5
Créditos	172,4	295,8	382,8	...	...	...	1.794,8
Valores	7,1	9,4	19,5	...	...	...	84,0
Activo real	4,7	6,9	9,7	...	...	...	47,7
Bancos y banqueros (cuentas mutuas)	7,1	4,2	34,8	34,0	15,0	108,1	67,0
BANCA INDUSTRIAL	32,3	75,8	123,6	25,5	47,7	52,6	358,1
Sector público	0,6	1,0	1,6	18,8	26,3	33,3	6,4
Valores	0,6	1,0	1,6	...	...	...	6,3
Sector privado	32,4	66,5	117,2	27,1	43,8	53,7	335,5
Créditos	29,5	58,3	105,7	...	...	...	297,5
Valores	2,3	7,3	9,8	...	...	...	32,9
Activo real	0,6	0,9	1,7	...	...	...	5,1
Bancos y banqueros (cuentas mutuas)	— 0,7	8,3	4,8	— 17,9	259,4	40,9	16,2
CAJAS DE AHORROS	118,8	142,7	186,6	21,2	21,1	22,8	1.006,7
Sector público	18,7	27,7	18,9	15,7	20,1	11,5	184,7
Pagarés del Tesoro	—	—	2,3	...	...	...	2,3
Créditos (b)	—	0,2	0,6	...	...	...	2,3
Valores	18,7	27,5	16,0	...	...	...	180,1
Sector privado	100,1	115,0	167,7	22,7	21,4	25,6	822,0
Créditos (c)	52,6	68,2	105,0	...	...	...	474,4
Valores (a)	42,0	40,5	52,9	...	...	...	288,6
Activo real	5,5	6,3	9,8	...	...	...	59,0
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO	20,1	19,5	27,4	7,3	5,1	8,8	338,1
Sector público	9,2	8,9	9,4	16,4	13,6	12,7	83,6
Créditos (d)	8,6	8,8	9,4	...	...	...	82,2
Activo real	0,6	0,1	—	...	...	...	1,4
Sector privado	10,2	— 0,9	17,6	5,0	2,6	7,6	241,4
Créditos directos (d)	6,9	— 0,5	14,8				215,5
Créditos intermediados (d) (e)	3,3	— 0,4	2,8				25,9
Otros deudores	0,7	11,5	0,4				13,1
TOTAL	415,5	583,5	795,7	18,5	21,8	24,6	4.031,0
Sector público	81,5	66,8	41,2	19,4	13,3	7,3	609,3
Sector privado y otros	334,0	516,7	754,5	18,3	23,8	28,3	3.421,7

(a) Excluidos bonos de caja de la banca industrial.
(b) A corporaciones locales y organismos autónomos no financieros.
(c) Con fondos propios.
(d) Créditos dispuestos y deudores.
(e) Créditos canalizados a través de otras instituciones financieras.

Nota: En principio, la suma de los recursos totales de cada grupo de entidades crediticias (cuadro IV-6) y los trasvases netos de recursos a su favor (cuadro IV-10) debería igualar sus inversiones totales recogidas en este cuadro. De hecho, sin embargo, existen discrepancias, en algún caso de cierta consideración, atribuibles a la diversidad de fuentes con que se han compuesto los tres cuadros, así como a que se han omitido del análisis algunas partidas «diversas», activas o pasivas, que no pueden considerarse como recursos típicos o inversiones típicas de las entidades.

La banca comercial, que posee algo más del 57 por 100 de los activos, públicos o privados, de las entidades de crédito, no ha variado de modo apreciable su porcentaje de participación. Su cartera de valores públicos ha crecido muy poco (un 3,5 por 100), tras la reducción del coeficiente de fondos públicos efectivo de enero de 1973 y dada la política de las autoridades de no proporcionarle más que las cédulas para inversiones estrictamente necesarias para cubrirlo. La financiación al sector privado crece a un ritmo muy elevado (27,2 por 100), siendo de destacar la fuerte expansión de las vías de financiación menos típicas en la actividad de este grupo de bancos (la cartera de valores, y sobre todo, el saldo neto no explicado en las cuentas de bancos y banqueros, que hemos de considerar en último término como financiación al sector privado, saldo neto que ha crecido en 1973, por ejemplo, más que las inversiones totales del crédito oficial). La financiación típica, el crédito, sea en efectos descontados o en póliza, ha crecido un 27 por 100 entre diciembre de 1972 y diciembre de 1973.

La banca industrial, que había aumentado en 1973 fuertemente su participación en el total de recursos del sistema, y que además se benefició de transferencias importantes de otros entes crediticios, ha incrementado sus inversiones un 52,6 por 100, siendo de destacar el crecimiento del crédito, que supera el 55 por 100. La cartera de valores, que absorbe un 10 por 100 de sus

CUADRO IV-12

Participación de las entidades de crédito
en las inversiones totales del sistema

Porcentajes

	Inversiones del ejercicio			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
BANCA COMERCIAL.....	58,8	59,2	57,5	57,7
Sector público.....	12,8	5,0	1,4	8,3
Sector privado y otros.....	46,0	54,2	56,1	49,4
BANCA INDUSTRIAL.....	7,8	13,0	15,5	8,9
Sector público.....	0,1	0,2	0,2	0,2
Sector privado y otros.....	7,7	12,8	15,3	8,7
CAJAS DE AHORROS.....	28,6	24,5	23,5	25,0
Sector público.....	4,5	4,7	2,4	4,6
Sector privado.....	24,1	19,8	21,1	20,4
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO.....	4,8	3,3	3,5	8,4
Sector público.....	2,2	1,5	1,2	2,1
Sector privado y otros.....	2,6	1,8	2,3	6,3
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0
Sector público.....	19,6	11,4	5,2	15,1
Sector privado y otros.....	80,4	88,6	94,8	84,9

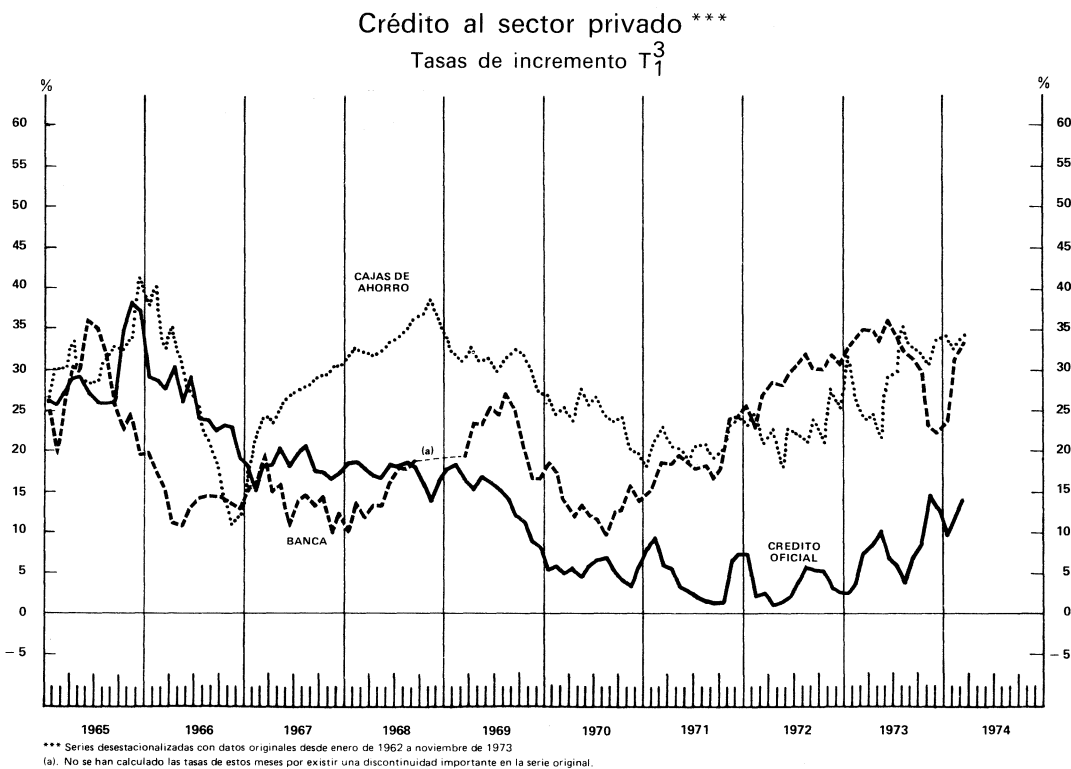
FUENTE: Cuadro IV-11.

recursos totales, distando mucho de alcanzar el máximo legal autorizado, creció un 42 por 100. En conjunto, las inversiones de la banca industrial han supuesto un 15,5 por 100 de las realizadas por todos los entes crediticios, lo que implica un avance apreciable del peso de estas entidades en el conjunto del sistema.

La evolución de las cajas de ahorros es diametralmente opuesta a la de los bancos industriales: no solo han recibido en proporción menos recursos de la economía que las entidades bancarias, sino que además han traspasado a ésta una parte sustancial de sus fondos. En consecuencia, sus inversiones han crecido a menor ritmo que las de todo el sistema (un 22,8 por 100), siendo también menos acusada su aceleración respecto de 1972. Su participación en el flujo de financiación proporcionado a la economía ha sufrido un nuevo retroceso.

Esta afirmación general requiere, sin embargo, una matización interesante. En efecto, el ritmo de aumento de las inversiones de las cajas en créditos y valores privados no financieros muestra una aceleración importante; dentro de ellas destacan los créditos, que crecen un 28,4 por 100, tasa muy similar a la que muestra la banca comercial. Por otra parte, al estudiar la evolución del crédito a lo largo del año, se observa que el de las cajas de ahorros registra una fuerte activación en la segunda parte del año, rebasando entonces ampliamente el cre-

GRAFICO IV-3



cimiento del crédito de la banca, que desciende; en el primer semestre, por el contrario, la expansión crediticia de las cajas había sido relativamente modesta e inferior a la de los bancos. Con lo cual vuelve a funcionar un mecanismo que ya actuó en ciclos anteriores: al iniciarse las tensiones crediticias en la banca, primera en sentir dificultades de tesorería dada su posición en el sistema monetario, parte de la demanda de crédito insatisfecha se reorienta hacia las cajas de ahorros, que aceleran entonces su ritmo de inversión. Para ello utilizan los depósitos acumulados en la banca, agravando así, inscientemente, las dificultades de tesorería de esta última, lo que mantiene en juego el trasvase de clientes hasta que el descenso de la tesorería de las cajas les obliga a su vez a frenar sus inversiones.

Este mecanismo no se limita, desde luego, a las cajas de ahorros, sino que puede hacerse extensivo a cualquier banco o entidad del sistema que presente una política de inversiones, o de tesorería, más conservadora que la media. Indudablemente, tales entidades crecen más lentamente que las entidades más activas en los períodos de evolución normal, pero acelerarán su ritmo inversor, sin esfuerzo por su parte, en las primeras fases de un período de restricciones. Se diluye de este modo el impacto inicial de una política de restricciones crediticias, lo que supone un nuevo retraso y una imprecisión más de la política monetaria, que hay que añadir a las descritas en el Capítulo precedente.

También muestra una cierta reactivación en 1973 la financiación concedida por las entidades oficiales de crédito, a partir de su casi total estancamiento del año anterior. No obstante, las cuentas de créditos dispuestos y deudores, que representan la utilización efectiva de fondos por su clientela, crecen tan solo un 8,8 por 100 a lo largo del año (en 1972, el aumento fue de un 5 por 100). Al igual que en otras entidades de crédito, desciende la tasa de crecimiento del crédito al sector público que, no obstante, aún es bastante superior a la de los créditos al sector privado. Para evaluar correctamente el crecimiento del 7,9 por 100 de la financiación oficial al sector privado, hay que recordar que ésta en 1972 creció tan solo un 2,5 por 100 (1); así pues, dentro de una tónica de suma prudencia, las cifras muestran un retorno del crédito oficial a niveles de actividad más normales que los registrados en años inmediatamente anteriores. La evolución a lo largo del año tiende a confirmar esta evolución, pues muestra una aceleración gradual de sus inversiones, que parece continuar en 1974 (ver gráfico IV-3). El aumento de actividad se centra principalmente en los Bancos de Crédito Local, Hipotecario y de Crédito a la Construcción. Los sectores más beneficiados han sido las corporaciones locales, la hostelería, la construcción naval, la vivienda y la agricultura.

1.3.4. Los circuitos privilegiados.

Una parte importante de la financiación proporcionada por el sistema crediticio se concede en virtud de una serie de disposiciones de la autoridad financiera tendentes a amparar a determi-

(1) Ajustando la cifra con los remanentes contables de Matesa, para evitar discontinuidades en la serie.

nados sectores, entidades o instrumentos que de otro modo no hubieran obtenido fondos o los hubieran obtenido en las condiciones prevalentes para el resto de la economía. En esta categoría entran la totalidad de los créditos concedidos por el Banco de España y por la banca oficial, entidades que por su propia razón de ser no se guían por los criterios generales de mercado; la mayor parte de las operaciones de las cajas de ahorros, fuertemente limitadas en sus inversiones por sus coeficientes de inversión y por una detallada especificación legal o administrativa de las condiciones de sus activos, y un porcentaje considerable de las de los bancos, también como consecuencia de su coeficiente de inversión y de los estímulos del redescuento automático, que sigue todavía generando financiación a cuenta de operaciones convenidas antes del bloqueo de aquel sistema en 1971. En la presente sección vamos a estudiar estos «circuitos privilegiados», comenzando por los que se han creado al amparo de los coeficientes de inversión y añadiendo luego los demás indicados, con objeto de mostrar la importancia global de la corriente de financiación así intervenida en relación con la financiación «libre».

Como es sabido, la banca comercial está sometida a un coeficiente de inversión, calculado sobre los depósitos en cuenta corriente, de ahorro o a plazo, excepción hecha de las cuentas acreedoras en moneda extranjera, de los saldos interbancarios y, desde diciembre de 1973, de los saldos de las cajas de ahorros en la banca, y que debe cubrirse hasta un determinado mínimo con fondos públicos y algunos activos computables como tales, y en su resto, con fondos públicos no pignorados o con efectos representativos de la financiación de las operaciones que disfrutaban de redescuento en líneas especiales hasta la entrada en vigor de la Ley 13/1971, de 19 de junio, que creó este coeficiente. Tales operaciones se refieren, fundamentalmente, a la financiación de exportaciones y a la de buques y bienes de equipo vendidos en el mercado exterior o interior y se realizan en la actualidad a un tipo de interés privilegiado de 6,9 por 100 (5,9, hasta julio de 1973). El Banco Exterior de España cubre la totalidad del coeficiente con efectos relacionados con la exportación, sin reserva mínima para fondos públicos.

La cuantía de ese coeficiente ha variado en algunas ocasiones desde su creación: inicialmente se fijó en un 22 por 100 total, con un mínimo de 15 por 100 en fondos públicos; en enero de 1973 (Orden del Ministerio de Hacienda de 31 de enero de 1973) ambas cifras se redujeron a 21 y 14 por 100, respectivamente; en diciembre del mismo año, como hemos visto, se redujo la base de cálculo (Orden del Ministerio de Hacienda de 4 de diciembre de 1973) y en el mismo, aunque con un plazo de adaptación gradual de cuatro meses entre enero y abril de 1974, se elevó el coeficiente total otra vez al 22 por 100 y se redujo el mínimo de fondos públicos al 13 por 100 (1). La política de las autoridades, revelada no solo en la doble reducción del mínimo de fondos públicos, sino también en la ampliación del diferencial de rentabilidad entre los fondos públicos o similares (en especial, en 1974, los depósitos en la Caja General de Depósitos), y los créditos computables, así como en la deliberada reducción de las emisiones de fondos pú-

(1) Ver Anexo al Capítulo III.

CUADRO IV-13

Cobertura de los coeficientes de inversión de bancos y cajas de ahorros

Posición a fin de año

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
BANCA COMERCIAL (a) (b)			
1. Pasivos computables en el coeficiente de inversión	1.311,6	1.590,6	2.002,8
2. Inversión obligatoria total	282,2	343,2	412,9
De la que: mínimo a invertir en fondos públicos	190,3	231,9	272,6
3. Cobertura: Total	285,3	360,9	414,6
3.1. Del coeficiente de fondos públicos	227,0	263,4	271,9
3.1.1. Fondos públicos	211,7	248,7	258,9
3.1.2. Otros activos computables como fondos públicos	15,3	14,7	13,0
3.2. Otros efectos especiales	58,3	97,5	142,7
3.2.1. Redescontables	42,8	32,2	30,9
3.2.2. No redescontables	15,5	65,3	111,8
BANCA INDUSTRIAL (b)			
1. Pasivos computables en el coeficiente de inversión	122,0	196,0	304,4
2. Inversión obligatoria total	8,5	13,7	21,3
3. Cobertura	23,1	25,2	28,8
3.1. Fondos públicos	1,1	1,9	2,1
3.2. Efectos y créditos especiales	22,0	23,3	26,7
3.2.1. Redescontables	21,0	21,5	21,0
3.2.2. No redescontables	1,0	1,8	5,7
CAJAS DE AHORROS (c)			
1. Pasivos computables	658,3	810,2	988,9
2. Inversión obligatoria por coeficiente de fondos públicos.	296,2	364,6	420,3
3. Cobertura	329,2	403,9	471,8
3.1. Fondos públicos	50,8	64,0	67,0
3.2. Valores de renta fija (oblig., cert. CECA, pólizas (E. O. C.)	261,6	315,8	385,6
3.3. Valores de renta variable	9,0	14,2	19,2
3.4. Créditos computables	7,8	9,9	—
4. Inversión obligatoria por coeficientes de crédito	230,4	283,6	321,4
5. Cobertura (Créditos computables)	225,0	270,6	328,4

(a) Incluido el Banco Exterior de España, cuya inversión obligatoria se ha calculado con su propio coeficiente.

(b) Los pasivos computables que figuran en el cuadro son los correspondientes a noviembre, habida cuenta de que la banca disponía de un mes para ajustar sus carteras (este plazo ha sido reducido a quince días en febrero de 1974).

(c) Los pasivos computables que figuran en el cuadro son los correspondientes a septiembre, habida cuenta de que las cajas disponen de tres meses para ajustar sus carteras. Excluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro.

blicos computables, ha sido reducir el volumen de financiación que el coeficiente canaliza hacia el sector público e incrementar la que va a los restantes sectores o actividades protegidas por este circuito. Sin embargo, como muestran las cifras del cuadro IV-13, la banca ha tendido hasta 1973 a cubrir con fondos públicos bastante más del mínimo reservado para estos últimos, limitando de este modo sus inversiones en efectos especiales: así, en diciembre de 1971, los fondos públicos y similares excedían en 36,7 mil millones al mínimo exigido, mientras que los efectos especiales eran inferiores en 33,6 mil millones a la cifra que pudieran haber alcanzado de haberse cubierto con ellos toda la diferencia entre el coeficiente de inversión y el mínimo de fondos públicos; en 1972, el exceso de fondos era de 31,5 mil millones y el «déficit» (en el sentido indicado) de efectos, de 13,8 mil millones. En 1973, en cambio, en virtud de las disposiciones y medidas de la autoridad, tanto de cartera de fondos como la de efectos igualan casi exactamente al mínimo legal de fondos y a la diferencia entre éste y el coeficiente total respectivamente; por otra parte, en contraste con 1972, la banca no cubre con exceso el coeficiente, sino que limita sus inversiones obligatorias a lo estrictamente requerido.

El coeficiente de inversión ha canalizado hacia los sectores protegidos por él un total de 53,7 mil millones de pesetas (frente a 75,6 mil millones el año anterior), de los que 10,2 mil millones han ido al sector público y el resto, 43,5 mil millones, a otros sectores; se ha reducido, pues, apreciablemente la canalización de fondos al sector público, pero no se ha incrementado en paralela proporción la financiación a otros sectores (que en 1972 había sido 38,6 mil millones). La ampliación de la banda entre el coeficiente total y el mínimo en fondos públicos de 7 a 9 puntos y la introducción de las consignaciones en la Caja General de Depósitos como activo computable se proponen reforzar la eficacia de este circuito como fuente de fondos para los sectores privados privilegiados por él. Sin embargo, las pasadas preferencias de la banca por los fondos públicos, y sobre todo, la acumulación de depósitos en la Caja General que, pese a su poca atractiva rentabilidad, se elevan en mayo de 1974 a 16,8 mil millones de pesetas, demuestran la existencia de dificultades derivadas de una generación relativamente lenta de créditos especiales, dadas las limitaciones impuestas en la definición de las operaciones protegidas.

El coeficiente de inversión de los bancos industriales y de negocios difiere del de los bancos comerciales, por lo que respecta a los pasivos computables, en que se incluyen los bonos de caja (sin hacer distinción de los tomados por las cajas de ahorros); y por lo que se refiere a los activos, en que no existe el mínimo de fondos públicos. Su nivel se fijó inicialmente en 7 por 100, descendió implícitamente en diciembre de 1973, al substraerse de su base de cómputo los depósitos de cajas de ahorros, y se elevó luego al 8 por 100, al hacerlo el de la banca comercial. La banca industrial, que se encontró a la introducción del coeficiente con un excedente de activos computables sobre el mínimo requerido, resultado, entonces, de un mayor peso relativo en su balance de las operaciones de redescuento especial, no ha tenido aún dificultad para cubrirlo, en contraste con la banca comercial. Realmente el nivel de activos computables existente en 1971 bastaría aún hoy para satisfacer el coeficiente; en consecuencia, las adquisiciones de activos computables han sido escasas (2,1 mil millones en 1972, 3,6 mil millones en 1973) y la eficacia potencial de este circuito privilegiado solo comenzará a revelarse en 1974.

Las cajas de ahorros están sometidas a dos coeficientes de inversión: un coeficiente de valores y un coeficiente de créditos, subdivido hasta enero de 1973 (Orden del Ministerio de Hacienda de 31 de enero de 1973) en varios coeficientes parciales. Para ambos se toman como base de cálculos los recursos ajenos, excluidos aquellos cuyos titulares sean bancos (nacionales o extranjeros), entidades oficiales de crédito y otras cajas de ahorros. El coeficiente de valores, que fue en su origen de fondos públicos, se cubre ahora con las emisiones públicas que se oferten específicamente a las cajas (en los últimos ejercicios, tan solo las obligaciones emitidas por el I. N. I.), y en lo no cubierto por éstas, con otros fondos públicos, con pólizas de crédito agrícola y pesquero, con valores privados autorizados al efecto por la Junta de Inversiones, incluidos los títulos directamente procedentes de la transformación de aquellos valores (en especial, de la conversión de obligaciones convertibles en acciones) y con certificados de depósito a plazo fijo de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. El coeficiente de crédito se cubre con préstamos a promotores y compradores de viviendas de protección oficial, préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria; préstamos de carácter social a empresas agrícolas, industriales, comerciales o pesqueras, a ahorradores modestos para acceso a la propiedad agrícola y de vivienda, a los cultivadores que deseen impulsar la modernización de sus instalaciones, a cooperativas agrícolas e industriales y a trabajadores que deseen convertirse en autónomos; y préstamos de ahorro-vivienda, ahorro-bursátil, ahorro-pesquero y ahorro del emigrante. Todos estos préstamos tienen reguladas sus condiciones (plazo, tipo de interés, garantía, etc.) y su cuantía máxima, tratándose en general de operaciones relativamente modestas, a plazo largo y con tipos de interés favorables (1).

El coeficiente de valores, fijado anteriormente en un 45 por 100, se redujo (por Ordenes de enero y agosto de 1973) a un 42,5 por 100, a fines de 1973 y se reducirá a un 40 por 100, a fines de 1974. El de crédito, de un 35 por 100, a un 32,5 y un 30 por 100, respectivamente. Esa reducción se justifica por la conveniencia de incrementar la actuación de las cajas en las condiciones prevalentes en el mercado, no siendo por otro lado necesario mantener tan intenso grado de tutela sobre las cajas, tutela que puede ser causa indirecta de su poco activa política de inversiones. En efecto, la combinación de ambos coeficientes bloqueaba un 80 por 100 de los activos computables hasta 1972 y un 75 por 100 en 1973. Además, las cajas de ahorros cumplen en conjunto con exceso sus obligaciones, ya que si han tendido a quedarse cortas en lo que a crédito se refiere (defecto que han subsanado en 1973), rebasan en cambio ampliamente los mínimos requeridos en valores computables: con ello, en 1973, por ejemplo, la cobertura de los pasivos computables rebasaba en casi seis puntos el mínimo requerido. Ciertamente que el peso de los coeficientes se reduce si en lugar de considerar los pasivos computables según la definición legal, tenemos en cuenta la totalidad de los recursos de las cajas. De todos modos, las cajas destinaban a los circuitos privilegiados algo más de un 70 por 100 de sus recursos totales (tal como se definen en el cuadro IV-6), en 1971 y 1972 y todavía un 69 por 100 en 1973. Si deducimos del resto de sus recursos la tesorería que mantienen por razones legales o de

(1) Circular de 7 de mayo de 1973 del Banco de España.

conveniencia, y la importante suma que tradicionalmente destinan estas entidades a inversiones reales, resulta que lo que queda para inversiones financieras libres es tan solo una sexta parte de sus recursos totales.

En 1973, las inversiones computables de las cajas han aumentado en 125,7 mil millones de pesetas. De ellos, 47,9 mil millones fueron en forma de créditos, con un crecimiento del 17 por 100, lo que indica, si recordamos las cifras de expansión del crédito de estas entidades comentada en la sección precedente, que la aceleración de sus préstamos se centró precisamente en los créditos libres, evolución lógica dadas las causas de aquella aceleración. En la parte colocada en valores (77,8 mil millones, según los datos aquí manejados) (1) hay un fuerte volumen de bonos de caja, un pequeño aumento de los certificados de la Confederación, una cifra de fondos públicos en retroceso en relación con años anteriores y un resto, evaluable en unos 40.000 millones (incluida aquí la cartera de la Confederación), de valores privados computables, con un aumento de más de 10.000 millones de pesetas sobre el año precedente.

En el cuadro IV-14 se resumen las inversiones computables de la banca y cajas de ahorros en sus respectivos coeficientes, a las que se añaden las operaciones activas del Banco de España con los sectores público y privado no financieros, y las inversiones de las entidades oficiales de crédito, por considerar «circuitos privilegiados» todas las operaciones de la banca oficial, incluso Banco de España. El resultado se compara con los recursos totales recogidos por el sistema.

El crecimiento de los circuitos privilegiados ha sido en 1973 de un 14 por 100, equivalente a un aumento neto absoluto de 201,1 mil millones de pesetas. La expansión es muy inferior a la de los recursos o las inversiones totales del sistema, lo que implica que la proporción de inversiones del sistema orientada directa o indirectamente por la Administración ha descendido, aunque todavía supone la cifra, muy elevada, de 36,3 por 100; en años anteriores esas inversiones rebasaban el 40 por 100 de los recursos totales del sistema. El relativamente débil crecimiento de los circuitos privilegiados se debe, ante todo, al descenso de las necesidades financieras del sector público (los activos públicos del sistema crediticio descienden de un 16 por 100 a un 14 por 100 de los recursos del sistema) y, en segundo lugar, al relativo entancamiento del crédito oficial y a la disminución de los coeficientes de inversión de las cajas de ahorros, coeficientes que éstas cubren además, en creciente proporción, con bonos de caja, los cuales no figuran en nuestro cuadro por no ser financiación a usuarios finales de fondos; no obstante, la financiación privilegiada al sector privado creció un 18 por 100, equivalente a un total de 153.000 millones de pesetas.

(1) En el análisis del coeficiente de inversión de las cajas no se incluye la Confederación de Cajas de Ahorros, en evitación de la doble contabilización que resultaría de sumar los certificados CECA y la propia cartera de valores de ésta. El volumen de certificados pasa de 20,5 mil millones, en 1971, a 24,5 mil millones, en 1972, y a 25,5 mil millones, en 1973. El análisis del texto será correcto en cuanto la cartera de valores de la CECA se corresponda con los certificados por ella emitidos.

Circuitos privilegiados

Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
BANCO DE ESPAÑA	119,6	97,4	109,9
Sector público (a)	117,0	96,0	107,9
Sector privado (b)	2,6	1,4	2,0
BANCA COMERCIAL (c)	285,3	360,9	414,6
Sector público	211,7	248,7	258,9
Sector privado	73,6	112,2	155,7
BANCA INDUSTRIAL (c)	23,1	25,2	28,8
Sector público	1,1	1,9	2,1
Sector privado	22,0	23,3	26,7
CAJAS DE AHORROS (d)	545,2	646,4	750,3
Sector público	136,5	164,0	180,1
Sector privado	408,7	482,4	570,2
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO (e)	291,2	310,7	338,1
Sector público	65,3	74,2	83,6
Sector privado	225,9	236,5	254,5
TOTAL	1.264,5	1.440,6	1.641,7
Sector público	531,6	584,8	632,6
Sector privado	732,8	855,8	1.009,1
Recursos totales del sistema (f)	3.001,0	3.634,1	4.517,4
Circuitos privilegiados en porcentaje de los recursos totales			
TOTAL	42,1	39,6	36,3
Sector público	17,7	16,1	14,0
Sector privado	24,4	23,5	22,3

(a) Saldo total de la Administración Central más cuentas de activo de organismos públicos, según balance sectorizado del Banco de España.

(b) Cuentas de activo del sector privado no financiero, según balance sectorizado del Banco de España.

(c) Cuadro IV-13.

(d) Cuadro IV-13. La cifra de sector público corresponde a la cartera de fondos públicos que figura en balance consolidado de las cajas. En la cifra del sector privado se excluyen los bonos de caja de bancos industriales.

(e) Cuadro IV-11.

(f) Bancos, cajas y entidades oficiales de crédito: Cuadro IV-6. Banco de España: efectivo y moneda en manos del público, depósitos de organismos públicos y sector privado y cuentas de capital.

Desde hace años, la política general de las autoridades crediticias ha tendido a favorecer un alargamiento de los plazos de crédito concedido por el sistema. En el cuadro IV-15 se clasifica por plazos el crédito al sector privado de bancos, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito, considerando como crédito a corto plazo los créditos hasta dieciocho meses, así como los créditos vencidos y los intereses pendientes de cobro.

En 1973, a diferencia del año precedente, la tasa de crecimiento del crédito a medio y largo plazo ha sido inferior a la del crédito a corto. Esta evolución se debe al relativo estancamiento

Crédito al sector privado por plazos (a)

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Variaciones absolutas			Variaciones netas relativas (b)			Saldos a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	
CREDITO AL SECTOR PRIVADO	265,3	428,4	614,0	17,4	23,9	27,6	2.836,7
Corto plazo	179,3	285,2	429,6	17,5	23,7	28,9	1.917,6
Banco de España	— 0,8	— 1,2	—	—	—	—	—
Banca	175,4	275,6	390,2	18,3	24,3	27,7	1.800,2
Comercial	164,1	257,6	343,6	18,3	24,3	26,1	1.661,5
Industrial	11,3	18,0	46,8	18,1	24,3	50,9	138,7
Cajas de ahorros	3,4	9,8	38,8	12,3	31,6	95,1	79,6
Crédito oficial	1,3	1,0	0,6	3,7	2,7	1,6	37,8
Medio y largo plazo	86,0	143,2	184,4	17,0	24,2	25,1	919,1
Banca	26,4	78,6	98,3	29,7	68,2	50,7	292,1
Comercial	8,2	38,3	39,4	17,3	68,9	42,0	133,3
Industrial	18,2	40,3	58,9	44,0	67,6	59,0	158,8
Cajas de ahorros	51,3	58,4	66,9	21,9	20,4	19,4	411,1
Crédito oficial	8,3	6,2	19,2	4,6	3,3	9,8	215,9

- (a) Se definen como créditos a corto plazo los que no exceden de dieciocho meses, así como la totalidad de las cuentas de crédito e intereses vencidos pendientes de cobro.
 (b) Sobre los saldos a fin del período anterior.

del crédito a largo de las entidades típicamente especializadas en él, las cajas de ahorros y las entidades oficiales de crédito: dadas las razones de la expansión de las cajas, no es de extrañar que sus operaciones a corto se hayan casi duplicado en 1972, a expensas de las operaciones a largo (que responden, en general, a coeficientes de inversión y a algún crédito hipotecario libre). La financiación a medio y largo plazo de la banca crece, por el contrario, en más de un 50 por 100 (1). En realidad, el cambio de estructura por plazos del crédito bancario es un fenómeno que se inició hace varios años y si en alguno la financiación a largo pareció sufrir un retroceso relativo, ello no puede imputarse a la banca, sino a otros entes del sistema. Tanto la banca comercial como la industrial colaboran en el proceso de alargamiento de la financiación.

En 1973, un 30 por 100 del crédito se otorgó a más de dieciocho meses y los saldos acumulados a diciembre de dicho año supondrían casi una tercera parte del crédito del sistema. Estas cifras subestiman en alguna medida la importancia de la financiación total a medio y largo plazo, pues no incluyen las carteras de valores del sistema. Si se tienen éstas en cuenta, la financiación privada a medio y largo plazo representa aproximadamente el 40 por 100 de la financiación total a fin de 1973.

(1) A diferencia de las otras entidades, la banca clasifica sus operaciones de crédito por la vida restante de la operación hasta su terminación. Por esa razón, las cifras de crédito a medio y largo plazo de la banca en el Cuadro IV-15 están apreciablemente subvaloradas.

I.4. Otras entidades crediticias.

En todo el análisis precedente se ha hecho omisión de dos grupos de entidades cuya principal actividad es, asimismo, la financiación crediticia, pero que no se integran habitualmente dentro del sistema crediticio por su papel en cierto modo marginal y por la menor información que de ellas se tiene. Se trata, de una parte, de las cooperativas de crédito y, de otra, de las financieras (de ventas a plazo, inmobiliarias, etc.).

El volumen de operaciones de las cooperativas de crédito, en sus tres modalidades (cooperativas de crédito agrícola, cajas rurales calificadas, y cooperativas de crédito no agrícolas) alcanzaba ya una cifra considerable a fin de 1973: 98,5 mil millones, de los que 91,1 mil millones en forma de depósitos. Su expansión en los dos últimos años ha sido muy superior a la de las entidades estudiadas hasta ahora, con la excepción de los bancos industriales: sus depósitos aumentaron un 56,6 por 100 en 1972 y un 38,9 por 100 en 1973, crecimiento en el que participan todas las modalidades de cooperativas, pero en particular las cajas rurales calificadas. Ese rápido crecimiento no puede explicarse en términos de tipos de interés, ya que las cooperativas están sometidas a la normativa común al respecto, pero sí en términos de rentabilidad total cuando se tiene en cuenta los beneficios complementarios, en forma de créditos o derramas, que su clientela deriva de su carácter de cooperativistas.

Una nota que destaca en el conjunto de las inversiones de las cooperativas es su elevado porcentaje de recursos líquidos; pese a haber disminuido, ese porcentaje era a fines de 1973 de un 35 por 100 de los depósitos. Por esta característica, aunque por diferentes motivos (siendo el principal, el de aprovechar para las cooperativas la libertad de tipos de interés en sus depósitos bancarios que disfrutaban las cooperativas por su condición de entidades financieras), estos entes se integran en el grupo de instituciones que operan sistemáticamente como intermediarios entre el público y la banca.

En 1973, no obstante, las inversiones crediticias de las cooperativas crecieron fuertemente, a expensas de su tesorería: el crédito aumentó un 47 por 100 y supone ya 53,7 mil millones al terminar el ejercicio. La expansión es especialmente acusada en el caso de las cooperativas rurales. Debe hacerse notar que mientras en dicho año el crédito creció más que los recursos, en 1972 había sucedido lo contrario: es posible, aunque la falta de datos mensuales no permita aventurarlo más que como hipótesis, que la aparición de restricciones crediticias en la banca haya estimulado la demanda de crédito cooperativo, dentro del mecanismo de difusión de tensiones financieras que ya se observó al estudiar los distintos grupos componentes del sistema crediticio.

La información contable sobre entidades de financiación de ventas a plazo se limita en la actualidad a las entidades financieras de bienes de equipo acogidas a las disposiciones del Decreto Ley de 27 de diciembre de 1963. No se dispone de datos suficientes para el grupo, mucho más numeroso y en constante expansión, de entes dedicados a la financiación de auto-

CUADRO IV-16

Cooperativas de crédito

Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	1971				1972				1973			
	Cajas rurales	Cooperativas no agrícolas	Cajas rurales calificadas	Total	Cajas rurales	Cooperativas no agrícolas	Cajas rurales calificadas	Total	Cajas rurales	Cooperativas no agrícolas	Cajas rurales calificadas	Total
Caja y bancos	2,2	7,1	6,1	15,4	4,8	10,3	9,5	24,6	5,8	12,9	13,5	32,2
Cartera de valores	0,3	2,9	0,7	3,9	0,7	3,7	1,2	5,6	1,2	5,2	1,6	8,0
Créditos	2,7	10,8	11,5	25,0	4,7	15,8	16,0	36,5	9,0	21,2	23,5	53,7
Diversas (neto)	— 0,1	2,5	0,7	3,1	— 0,5	2,8	2,1	4,4	— 1,2	3,2	2,6	4,6
ACTIVO = PASIVO	5,1	23,3	19,0	47,4	9,7	32,6	28,8	71,1	14,8	42,5	41,2	98,5
Capital	0,1	0,7	0,1	0,9	0,1	0,9	0,2	1,2	0,1	1,3	0,3	1,7
Reservas	0,3	0,8	3,5	4,6	0,4	1,0	2,9	4,3	0,8	1,6	3,3	5,7
Depósitos	4,7	21,8	15,4	41,9	9,2	30,7	25,7	65,6	13,9	39,6	37,6	91,1

móviles y otros bienes de consumo, vivienda e inmuebles, leasing, etc. Puesto que estas entidades se financian en elevada proporción en la banca, su actividad puede interpretarse como una reasignación del crédito bancario (1), que no altera los agregados financieros más generales; no obstante, el elevado volumen que sus operaciones presentan en la actualidad, la posibilidad de que las financien con recursos distintos del crédito bancario y la importancia que tiene su actuación en los mercados financieros específicamente atendidos por ellas, harían deseable un mayor seguimiento estadístico de las financieras. Por lo que respecta a las de bienes de equipo, cuyos datos aparecen en el cuadro IV-17, poco hay que decir: aunque en términos relativos sus créditos aumentaron fuertemente en 1973, en cifras absolutas el grupo sigue sin presentar mayor importancia en el conjunto de las instituciones financieras, puesto que los saldos acumulados a diciembre de 1973 no llegan a 9.000 millones de pesetas.

CUADRO IV-17
Entidades de financiación de ventas a
plazos de bienes de equipo (a)
Saldos a fin de período

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
Caja y bancos	0,4	0,6	0,8
Cartera de efectos	4,3	5,5	8,9
Diversos (neto)	0,1	0,3	0,2
ACTIVO = PASIVO	4,8	6,4	9,9
Capital	1,1	1,4	1,6
Reservas y otros fondos	0,5	0,7	1,0
Crédito bancario	3,2	4,3	7,3

(a) Entidades reguladas por el Decreto-Ley de 27 de diciembre de 1963.

II. EL MERCADO DE VALORES

En líneas generales, los mercados de valores mantuvieron en 1973 la tónica de expansión iniciada en años anteriores. El volumen total de emisiones, los índices de cotización y la negociación en bolsa experimentaron de nuevo aumentos sustanciales. Sin embargo, la evolución del ejercicio comentado no puede considerarse mera continuación de la del año que le precedió, sino que presenta rasgos propios. El crecimiento de las emisiones vino impulsado por un aumento considerable de las de títulos privados de renta fija, que llenaron el hueco dejado por el retroceso de las emisiones públicas; dado que ni unas ni otras se emiten en condiciones normales de mercado, esta sustitución no supone una mejora funcional del mercado; sí supone un progreso, en cambio, el aumento del número de emisiones de acciones realizadas con prima. La evolución de las cotizaciones sufrió ya vacilaciones importantes, que se reiteran en 1974 y que no son ajenas a la situación monetaria, como no lo es tampoco el alza de las rentabili-

(1) En gran parte, deliberadamente promovida por la propia banca, que no desea o no puede participar directamente en ciertas actividades financieras no tradicionales y lo hace a través de financieras a las que proporciona los recursos; con la excepción de las ventas a plazos típicas, las condiciones de las operaciones de estos entes no están reguladas.

dades de los títulos de renta fija. Por lo que respecta a la actuación de las entidades que operan en el mercado de valores, la fase de auge atravesada por la bolsa solo provocó una tímida reactivación del interés por los fondos de inversión, desplazados ahora en las preferencias de los inversionistas, o de los grupos financieros promotores, por las sociedades de inversión, cuya expansión explosiva ha requerido una nueva política por parte de las autoridades.

II.1. El mercado de emisiones.

Durante 1973 el volumen de emisiones, tanto públicas como privadas, supuso 291.000 millones de pesetas, con un crecimiento del 30 por 100 sobre el año anterior. La actividad emisora del sector público fue escasa, pero vino compensada por una expansión muy notable de las emisiones de renta fija, tanto bancarias como de empresas no financieras.

CUADRO IV- 18

Emisiones de valores

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Emisiones netas (valores nominales)			Tasas de crecimiento (a)			Emisiones netas en porcentaje del P. N. B.		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973	1971	1972	1973
Públicas	68,1	60,0	36,1	212,4	— 11,9	— 39,8	2,7	2,0	1,0
Privadas	119,1	163,8	255,5	— 6,1	37,5	56,0	4,7	5,5	7,2
Renta fija	32,2	56,4	107,0	— 18,3	75,2	89,7	1,3	1,9	3,0
Renta variable	86,9	107,4	148,5	—	23,6	38,3	3,4	3,6	4,2
TOTAL	187,2	223,8	291,6	26,0	19,5	30,3	7,4	7,5	8,2
Renta fija	100,3	116,4	143,1	63,9	16,1	22,9	4,0	3,9	4,0
Renta variable	86,9	107,4	148,5	—	23,6	38,3	3,4	3,6	4,2

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior.
Véase detalle en los cuadros IV-19 y IV-20, así como en los cuadros Apéndice 46 y 47, que contienen datos sobre emisiones brutas y amortizaciones.

Las emisiones públicas, en efecto, apenas sobrepasaron los 36.000 millones de pesetas, poco más de la mitad del volumen alcanzado en 1972, continuando, pues, el retroceso iniciado ese año. Por el contrario, las emisiones privadas mantuvieron su fuerte crecimiento, gracias al aumento de un 90 por 100 en las de obligaciones y bonos de caja, que continúan acercándose en volumen a la emisión de acciones; esta última creció, no obstante, un 38 por 100 sobre las cifras de 1972.

En un año de fuerte expansión de la economía, tanto real como de precios, el crecimiento de las emisiones superó el ritmo alcanzado por el producto nacional en pesetas corrientes, y así se

observa que aumenta una vez más el porcentaje de las emisiones totales sobre el producto nacional, aun cuando el de las emisiones públicas continuara disminuyendo. Este porcentaje, por otra parte, puede dar una falsa impresión de la importancia real del mercado de valores dentro del conjunto de la economía, como mecanismo de canalización de recursos financieros. En efecto, no puede olvidarse que los mecanismos de colocación de los fondos públicos en casi todas sus variantes, de la casi totalidad de las obligaciones privadas y de un alto porcentaje de bonos de caja se realiza en condiciones ajenas al mercado, en virtud de imposiciones legales y convencionales que enrarecen y mediatizan la relación entre el emisor y el suscriptor. En muchos casos, y dentro de esos condicionamientos, esta relación configura a la emisión más como un préstamo atípico que como una verdadera colocación de instrumentos negociables; la negociabilidad de lo emitido es una característica formal que carece de virtualidad práctica, ni puede tenerla al hacerse la emisión a tipos inaceptables por el mercado. En cierto modo, tales emisiones son un reflejo de la insuficiencia de los canales de financiación a largo plazo en las restantes parcelas del mercado de capitales y un sustituto forzado de los mismos.

II.1.1. Las emisiones públicas.

El descenso de las emisiones públicas afecta tanto a las realizadas por la Administración Central como a las del Instituto Nacional de Industria. Por el contrario, las corporaciones locales están retornando a un mercado del que se habían mantenido alejadas durante muchos años.

CUADRO IV-19

Emisiones públicas

Miles de millones de pesetas

	Emisiones netas (valores nominales)			Capital vivo a 31 de diciembre de 1973
	1971	1972	1973	
Emisiones totales	68,1	60,0	36,1	...
Administración Central	61,4	43,1	18,5	421,9
Cédulas para inversiones	43,3	31,4	12,1	272,1
Bonos del Tesoro	—	—	12,0	12,0
Amortizable 6 por 100	20,0	16,0	— 2,0	33,0
Otras deudas (a)	— 1,9	— 4,3	— 3,6	104,8
Instituto Nacional de Industria	7,0	15,3	10,9	136,4
Otros organismos autónomos y corporaciones locales	— 0,3	1,6	6,7	...

Véase cifras brutas de emisiones y amortizaciones, así como detalle por trimestres, en el cuadro Apéndice 46.
(a) Antiguas emisiones pignoras en el Banco de España, obligaciones del Tesoro, emisiones especiales no pignoras para la conversión de las obligaciones del Tesoro amortizadas, deudas del antiguo Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional (hoy Banco de Crédito a la Construcción) y de la RENFE, asumidas por el Estado, y Deuda Perpetua Interior.

Las emisiones netas de la Administración Central, con 18,5 miles de millones, han decrecido por segundo año consecutivo, y de forma importante, ya que en 1971 y 1972 alcanzaron 61,4 y 43,1 miles de millones, respectivamente. Además, las cifras de 1973 resultan hinchadas desde la óptica del mercado de capitales, pues en ellas se contabilizan 12.000 millones de bonos del Tesoro vivos a 31 de diciembre de 1973, comprendidos los que estaban en la cartera del Banco de España; estos bonos, ni por su finalidad monetaria ni por su plazo de vencimiento pueden ser considerados como fuente de financiación de la Administración Central ni incluirse en el mercado aquí analizado. Deducidos los bonos, la financiación neta obtenida por la Administración Central en 1973 mediante emisiones se reduce a 6.500 millones de pesetas, un 15 por 100 de la obtenida en 1972 y una décima parte de la de 1971.

El instrumento financiero utilizado por el Estado ha sido las cédulas para inversiones, tipos A y E, ya que durante 1973 no se realizó ninguna emisión de otras deudas a largo plazo (1). El ritmo de emisión de cédulas, a diferencia de años anteriores, se ha limitado a lo estrictamente necesario para cubrir el coeficiente de inversión en fondos públicos de la banca comercial (reducido, además, en un punto), por no requerir cantidades mayores la financiación del crédito oficial, al que se destinan en última instancia los fondos recogidos con las cédulas; téngase en cuenta que en años precedentes la emisión de cédulas había excedido ampliamente a la cifra de dotaciones al crédito oficial. Las emisiones brutas de estos títulos fueron, pues, poco más de 12.000 millones, frente a 31.500 y 44.200 millones en 1972 y 1971, respectivamente.

El I. N. I. emitió en términos brutos los 13.000 millones de pesetas autorizados por el Decreto 383/73, de 1 de marzo, que por efecto de las amortizaciones supusieron un recurso neto al mercado de casi 11.000 millones, el 29 por 100 menos que en 1972. Es necesario señalar, sin embargo, que la actividad emisora del I. N. I. en ese ejercicio había sido excepcional y que el volumen colocado en 1973 supone un retorno a las cifras medias habituales en años precedentes (2).

Las características de los títulos han permanecido invariables en 1973. El tipo de interés, en efecto, sigue siendo el 6,25 por 100 y el plazo de amortización, de veinte años, produciéndose la amortización en los quince últimos años y siendo los cinco primeros de gracia (3). Este plazo es el mayor existente en la actualidad en el mercado de emisiones español. El tipo de interés,

(1) Únicamente debe señalarse que la Administración Central ingresó unos 200 millones, como resultado de la conversión de la Deuda Perpetua Exterior, emisión 15 de diciembre de 1952, domiciliada, en Perpetua Interior, emisión 1 de octubre de 1971.

(2) Tras un año de escasas emisiones (8,4 mil millones brutos en 1971), los Decretos 799 y 3.418, de 23 de marzo y de 7 de noviembre, respectivamente, autorizaron al I. N. I. a emitir 15.554 millones, el primero, y 2.000 millones más, el segundo. A ello hay que sumar emisiones exteriores por un equivalente de 1.400 millones, en virtud de autorización contenida en el Decreto 1.577/1972, de 15 de junio.

(3) De hecho, tanto la duración total del empréstito como el plazo de gracia son algo menores, por fijarse las fechas de la amortización a partir del Decreto de autorización, no a partir del momento de su emisión efectiva.

6,25 por 100, es por su parte el más bajo, excluidas las emisiones del Estado. La conjunción de ambos factores autoriza a suponer que sin la existencia de coeficientes de inversión, especialmente en las cajas de ahorros, los títulos del I. N. I. difícilmente encontrarían colocación en el mercado y de ahí que se configuren como un circuito privilegiado de financiación.

Aunque todavía en escaso volumen, es de destacar en 1972 y 1973 la vuelta al mercado de otros organismos públicos, aparte del Estado y el I. N. I., monopolizadores en los años sesenta, desde la Ley de Bases del Crédito y la Banca de 1962, de las emisiones públicas. De los 6.700 millones emitidos, 4.000 corresponden al Instituto Nacional de Previsión, con destino a las mutualidades de Seguridad Social; solo formalmente puede considerarse esta operación entre las emisiones de valores. Mayor interés tienen las emisiones municipales, iniciadas en 1972 por el Ayuntamiento de Barcelona (1.250 millones) y el Consorcio del Gran Bilbao y continuadas en 1973 de nuevo por Barcelona, por igual importe (dentro de un plan de colocación de 5.000 millones en cuatro años), y por el Ayuntamiento de Madrid (1.220 millones), además de alguna entidad municipal de menor importancia. Estas emisiones se están realizando al 6,5 por 100 (1), a quince años y con tres de carencia, esto es, en unas condiciones ligeramente más favorables para el tomador que las de otros fondos públicos, pero aún muy distantes de las de mercado.

II.1.2. *Las emisiones privadas.*

Las emisiones privadas alcanzaron en 1973 un volumen (neto de amortizaciones y conversiones) de 255,5 mil millones de pesetas, de los cuales, 148,5 mil millones corresponden a títulos de renta variable (acciones y participaciones en fondos de inversión) y los 107.000 millones restantes, a títulos de renta fija (obligaciones y bonos de caja bancarios).

Desde el punto de vista del movimiento real de fondos a través de este mercado, las emisiones relevantes son las que suponen desembolso de efectivo para los suscriptores. En años anteriores, las cifras de emisiones venían hinchadas, desde ese punto de vista, por las realizadas con cargo a las cuentas de regularización de balances; estas cuentas estaban casi agotadas en 1973 (2) y por ello las emisiones de acciones liberadas, sin aportación de nuevos fondos, se redujeron a 4.000 millones de pesetas. Excluidas de la estadística, el volumen neto de emisiones es, pues, de 251,5 mil millones. Un 42 por 100 de las mismas consistió en títulos de renta fija, frente a un 36 por 100 en 1972 y cantidades inferiores en años precedentes.

-
- (1) Las emisiones municipales se han colocado en las cajas de ahorros confederadas e, igual que la mayor parte de las negociadas con estas entidades, se emiten por debajo de la par. La emisión 1973 del Ayuntamiento de Barcelona, por ejemplo, se colocó a un tipo del 97 por 100; sumando a esto las comisiones deducidas por las entidades aseguradoras de la emisión (un 2 por 100 en total), el precio efectivo de emisión fue 95 por 100 y el rendimiento efectivo, un 6,84 por 100.
 - (2) Aunque volverán a activarse en los próximos años al restablecer el Decreto-Ley 12/1973, de 30 de noviembre, en su artículo 20, la vigencia de la Ley de Regularización de Balances de 1964.

Emisiones privadas

Miles de millones de pesetas y porcentajes

	Emisiones netas (valores nominales)			Variaciones relativas (a)		
	1971	1972	1973	1971	1972	1973
1. Emisiones totales (2 + 3)	119,1	163,8	255,5	— 6,1	37,5	56,0
Renta fija (neto)	32,2	56,4	107,0	— 18,3	75,2	89,7
Renta variable	86,9	107,4	148,5	...	23,6	38,3
Sociedades financieras	18,6	58,3	124,1	— 19,8	213,4	112,9
Sociedades no financieras	100,5	105,5	131,3	— 3,0	5,0	24,5
2. Emisiones con aportación de fondos	104,4	154,4	251,5	— 4,7	47,9	62,9
Renta fija	32,2	56,4	107,0	— 18,3	75,2	89,7
Renta variable	72,2	98,0	144,5	3,0	35,7	47,4
A. Sociedades financieras	15,3	56,0	123,8	— 23,5	266,0	121,1
Bonos de caja (banca industrial) (neto)	3,7	21,6	55,1	— 50,7	483,8	155,1
Acciones	13,4	28,7	64,8	2,3	114,2	125,8
Banca	6,9	15,3	26,1	7,8	121,7	70,6
Sociedades de inversión	6,5	12,7	38,2	1,5	95,3	200,8
Compañías de seguros	—	10,7	0,5	—	...	— 28,6
Participaciones (fondos de inversión)	— 1,8	5,7	3,9	...	...	— 31,6
B. Sociedades no financieras	89,1	98,4	127,7	— 0,4	10,4	29,8
Obligaciones (neto)	28,5	34,8	51,9	— 10,7	22,1	49,1
Acciones	60,6	63,6	75,8	5,2	5,0	19,2
3. Emisiones de acciones sin aportación de fondos	14,7	9,4	4,0	— 15,0	— 36,0	— 57,4
Sociedades financieras	3,3	2,3	0,3	3,1	— 30,3	— 87,0
Sociedades no financieras	11,4	7,1	3,7	— 19,1	— 37,7	— 47,9

Véanse cifras brutas de emisiones y amortizaciones, así como detalle por trimestres, en el cuadro Apéndice 47.

(a) Sobre las cifras de emisiones del año anterior.

Las emisiones de acciones resultantes de conversiones fueron algo más de 11,5 mil millones de pesetas. Pero esta operación solo representa un cambio de naturaleza de la financiación de que dispone la sociedad, no un incremento neto de la misma. De ahí que los 144,5 mil millones de financiación con acciones y participaciones representaran solo 133.000 millones de nueva financiación en términos netos (1). Hecha esa corrección, las emisiones de obligaciones y bonos suponen ya para las empresas un aporte de financiación próximo al conseguido a través de la emisión de capital.

(1) No obstante, el volumen neto de emisiones totales permanece en las cifras indicadas, puesto que de la cifra de obligaciones se han deducido las obligaciones convertidas.

Es necesario señalar diferencias importantes entre las emisiones de las sociedades no financieras y financieras, siendo mucho más activas las de estas últimas. En efecto, los bonos de caja efectivamente colocados de los bancos industriales crecieron un 130 por 100, en relación a 1972; las acciones bancarias, un 70 por 100, y las de las sociedades mobiliarias, un 200 por 100; solamente las participaciones en fondos de inversión emitidas en el año, que se mueven en todo caso en cifras absolutas muy modestas, decrecieron casi un 32 por 100. Por su parte, las emisiones de acciones y obligaciones de sociedades no financieras crecieron un 32 y un 49 por 100, respectivamente, en relación con el año anterior.

La tarea de definir, a partir de las emisiones de capital, el flujo de fondos que este mercado canaliza y cuyo destino final sea financiar inversiones reales no solo es estadísticamente inalcanzable, dado el estado actual de la información, sino que, además, desde un punto de vista lógico-contable, plantea dificultades insolubles. Evidentemente, los fondos recogidos en el mercado, incluso si se presentan netos, como se hace aquí, pueden dedicarse a financiar inversiones financieras, sea transitoriamente, sea de un modo permanente. Esto sucede de modo obvio en el caso de las sociedades de inversión y bancarias: esta es la razón última por la que habitualmente se excluyen las emisiones de entidades financieras al contabilizar el flujo de fondos recibido por la economía del mercado de valores. Pero el problema no se circunscribe a las sociedades financieras: también las sociedades «reales», usuarias finales de fondos, no intermediarias de los mismos, realizan un volumen importante, aunque desconocido, de operaciones financieras (por ejemplo, participaciones en otras sociedades, sin contar las operaciones transitorias o a corto plazo). Por otra parte, sus emisiones pueden no estar asociadas a la necesidad de disponer de nuevos fondos, sino al deseo de mejorar su estructura financiera, cancelando créditos y consolidando así su endeudamiento. En ciertos casos, la emisión puede responder incluso a motivaciones técnicas del propio mercado de valores (si aquélla, hecha a la par, se considera una forma de estímulo complementario al público inversionista), más que a necesidades «reales» de financiación. Por todo ello no es posible asociar las emisiones, como no es posible tampoco asociar la financiación crediticia, con la inversión en capital fijo, o con la inversión real en general, de las empresas emisoras y mucho menos, con los correspondientes agregados macroeconómicos.

Con estas consideraciones por delante, las inferencias que pueden extraerse del cuadro IV-21, en donde se clasifican las emisiones por sectores de actividad, son, sin duda, limitadas y se refieren más bien a aspectos institucionales que a relaciones económicas básicas. Dentro de los sectores no financieros se mantiene la estructura general de años anteriores, de la distribución por sectores de las emisiones de obligaciones, con fuerte predominio de las emisiones de las empresas eléctricas, Telefónica y autopistas. Estas empresas, llamadas de un modo un tanto impreciso de «servicios públicos», no presentan como denominador común el carácter de los servicios prestados ni la naturaleza de su propiedad, sino las notas de tratarse de empresas de grandes dimensiones y de tener un grado especialmente alto de intervención administrativa en su funcionamiento. Ambas notas facilitan la cualificación a efectos de la declaración de optitud para la adquisición por inversores institucionales de las obligaciones por ellas emitidas,

CUADRO IV-21

Distribución de las emisiones brutas por sectores de actividad

Miles de millones de pesetas

	1971			1972			1973		
	Obliga- ciones	Acciones	Total	Obliga- ciones	Acciones	Total	Obliga- ciones	Acciones	Total
Servicios públicos	30,4	43,0	73,4	37,5	39,8	77,3	48,9	41,8	90,6
Agua, gas y electricidad	15,9	32,2	48,1	18,3	27,1	45,4	18,7	24,6	43,3
Teléfonos	9,5	9,9	19,4	11,5	11,9	23,4	13,0	14,3	27,3
Autopistas	3,9	0,1	4,0	7,3	0,1	7,4	15,2	1,8	16,9
Otros	1,1	0,8	1,9	0,4	0,7	1,1	2,1	1,1	3,2
Otros servicios	0,3	2,5	2,8	0,2	2,8	3,0	2,1	5,2	7,3
Empresas industriales	9,3	20,3	29,6	8,7	18,8	27,5	10,9	20,0	30,9
Químicas, textiles	5,3	10,9	16,3	5,9	6,6	12,5	5,4	8,3	13,7
Metalúrgicas y automóvil	2,6	7,0	9,6	2,5	8,1	10,6	1,8	6,3	8,1
Cemento y materiales de construcción	1,4	1,0	2,4	0,2	1,7	1,7	3,7	2,4	6,1
Otros	—	1,4	1,4	0,1	2,4	2,5	—	3,0	3,0
Construcción e inmobiliarias	0,8	3,9	4,7	2,2	4,3	6,5	2,1	7,5	9,6
Varios	0,3	2,3	2,6	0,1	5,0	5,1	0,8	5,0	5,8
TOTAL NO FINANCIERAS	41,1	72,0	113,1	48,7	70,7	119,4	64,7	79,5	144,2
Bancos	8,3	10,0	18,3	23,1	17,6	40,7	59,3	26,5	85,8
Inversión mobiliaria	—	6,5	6,5	—	12,7	12,7	—	38,2	38,2
Seguros	—	0,2	0,2	—	0,7	0,7	—	0,5	0,5
TOTAL FINANCIERAS	8,3	16,7	25,0	23,1	31,0	54,1	59,3	65,1	124,4
TOTAL GENERAL	41,4	88,7	138,1	71,8	101,7	173,5	124,0	144,6	268,6

característica que es, en la actualidad, elemento decisivo en el planteamiento de una emisión de renta fija. Así se explica que sus emisiones sean las tres cuartas partes de las emisiones no financieras y que, añadiéndoles las de bonos bancarios (que también suelen ser declarados aptos para las inversiones institucionales), se llegue a totalizar un 87 por 100 de las emisiones brutas de obligaciones. Por otro lado cabe apuntar el crecimiento de las emisiones de autopistas en el mercado nacional, que refleja no solo una mayor actividad inversora, sino también un menor acceso a los mercados internacionales en los que estas empresas vienen encontrando una elevada proporción de sus recursos.

Aun cuando en las acciones el grado de concentración sectorial es inferior, las emisiones de los sectores de electricidad y de la Telefónica alcanzan el 50 por 100 de las emisiones de empresas no financieras. Como las emisiones de bancos y Sociedades de Inversión Mobiliaria suponen la totalidad prácticamente de las emisiones de empresas financieras, resulta que los tres sectores y la empresa citados representan el 72 por 100 del total de acciones emitidas en el último año.

II.2. La colocación de emisiones.

Conviene recordar, aunque se haya señalado ya en Informes anteriores, que, al no disponerse de una estadística completa de colocación de las emisiones, es necesario deducirla de la variación de las carteras de las diferentes entidades financieras que operan en el mercado, así como de los datos sobre inversiones directas y de cartera de la balanza de pagos. La parte adquirida por el «resto» del mercado aparece en los cuadros como un residuo en el que se acumulan todos los errores introducidos al hacer los cálculos. Estos errores pueden ser muy importantes en años de fuerte variación de cotizaciones, provocando una subvaloración de las suscripciones del resto del mercado cuando suben aquéllas y una sobrevaloración en caso contrario, en la medida en que haya que utilizar las valoraciones contables al costo de las carteras de las entidades financieras. Cuando se dispone de valoraciones nominales, el error cometido dependerá del grado en que los precios de emisión de los valores difieran del nominal; en las actuales condiciones del mercado español, el error será ciertamente menor que si se trabaja con estos valores al costo. Con estas salvedades, el cuadro IV-22 muestra la colocación final (suscripciones y posteriores redistribuciones de títulos en el mercado) de los valores en 1973.

En líneas generales, la estructura de las colocaciones mantiene sus rasgos característicos habituales. Los fondos públicos fueron a parar al sistema crediticio (bancos y cajas de ahorros) (1). Los valores privados de renta fija fueron absorbidos en muy alto porcentaje por las cajas, aunque hay que destacar un importante volumen de suscripciones privadas de bonos de caja de la banca industrial. En cuanto a los títulos de renta variable, la participación del resto del mercado, muy importante, vino mermada por un fuerte aumento de las carteras institu-

(1) Con la excepción de los 4.000 millones de pesetas emitidos por el Instituto Nacional de Previsión, que se han colocado íntegramente en la Seguridad Social, integrada en el cuadro en el «resto» del mercado.

CUADRO IV-22

Colocación de las emisiones netas en 1973

Miles de millones de pesetas

	Sistema crediticio			Inversión mobiliaria colectiva			Exterior	Resto del mercado	Emisiones netas
	Banco de España y banca privada	Cajas de ahorros	Total	Fondos	Sociedades	Total			
Valores públicos	12,8	18,4	31,2	0,1	0,1	0,2	...	4,7	36,1
Valores privados	27,3	75,2	102,5	2,1	11,0	13,1	30,9	109,0	255,5
Renta fija	0,3	65,1	65,4	— 0,1	1,5	1,4	—	40,2	107,0
Bonos	0,4	21,9	22,3	—	0,6	0,6	—	32,2	55,1
Otros	— 0,1	43,2	43,1	— 0,1	0,9	0,8	—	8,0	51,9
Renta variable	27,0	10,1	37,1	2,2	9,5	11,7	30,9	68,8	148,5

Las cifras están calculadas por diferencia en la cartera de los agentes entre 31 de diciembre de 1973 y la misma fecha de 1972. Siempre que ha sido posible, se han tomado los valores nominales de la cartera; no obstante, en el caso de la banca privada, las cifras reflejan diferencias entre los valores contables y en el caso de los fondos, entre los valores de coste. Para el exterior, los datos se han obtenido de la balanza de pagos y por consiguiente no es posible atribuirles ningún carácter determinado.

cionales, provocado en alguna medida por la constitución inicial de las carteras de las sociedades de inversión mobiliaria.

Por lo que respecta a los fondos públicos, ya se indicó anteriormente la clientela específica a la que se dirigen las distintas clases de títulos emitidos: las cédulas de inversión a la banca, las obligaciones del I. N. I. a las cajas de ahorros (únicos tomadores de estos títulos desde que se retiraron de ese mercado las entidades de seguridad social que, antes bien, pueden aparecer ahora, ocasionalmente, como oferentes), igual que las deudas municipales. Los bonos del Tesoro en circulación a fin de 1973 estaban, a su vez, en el Banco de España y las cajas de ahorros; la deuda del I. N. P. fue directamente a las mutualidades de Seguridad Social. No hubo, pues, emisiones para el público general, ni el mercado provocó una redistribución apreciable de los valores en circulación entre los sujetos que en él operan, a diferencia de años anteriores en que los particulares fueron suministradores de deudas pignoras al sistema bancario por cifras de cierta consideración; si acaso, cabe apuntar que las carteras de fondos públicos de las cajas de ahorros crecieron algo más de lo que cabría esperar en función de las emisiones que les corresponden, lo que indica un moderado volumen de adquisiciones en el mercado secundario.

Los valores contables utilizados en la estadística sobrestiman con toda probabilidad la participación del resto del mercado en la suscripción de títulos de renta fija privada. En efecto, las cajas de ahorros, principales tomadores de esos valores, los contabilizan por su precio efectivo, deduciendo del valor nominal las comisiones de colocación y aseguramiento de la emisión

(que pueden suponer hasta un 2 por 100) y, en su caso, los descuentos que se convengan al fijar el tipo de emisión. En el caso de las obligaciones industriales, es posible que los 43,2 mil millones efectivos que figuran en el cuadro supongan unos 45.000 millones nominales y que la parte tomada por el resto del mercado esté más cerca de los 7 que de los 9.000 millones. En cualquier caso, es claro que la emisión para el gran público sigue todavía limitada a operaciones muy concretas, en las que priman las características de convertibilidad sobre otras consideraciones. No es este el caso en los bonos de caja, títulos en los que, incluso haciendo las correcciones apuntadas para las obligaciones industriales, el resto del mercado parece como tomador de aproximadamente la mitad de los valores colocados. Esto contrasta claramente con lo sucedido en el ejercicio precedente, en que los bonos fueron a parar en su gran mayoría a las cajas de ahorros, y muestra un mayor interés del público por estos títulos, sea porque se ha ampliado el diferencial entre su rentabilidad y el máximo interés obtenible en depósitos a plazo, sea por los esfuerzos especiales de colocación desplegados por los bancos industriales en la segunda mitad de 1973.

El valor de las cifras referentes a acciones que aparecen en el cuadro es bastante dudoso. Las compras de las sociedades de inversión figuran por los valores nominales (lo que las reduce de unos 35.000 millones contables a 9,5 mil millones), pero no ha sido posible hacer lo mismo con los demás inversores institucionales; las adquisiciones (valor contable) de bancos y cajas de ahorros superan en bastante a lo que les correspondería de haber acudido regularmente a las ampliaciones de su cartera de acciones; sin embargo, las compras de las Cajas corresponden en gran medida a conversiones (no pudiendo determinar el tipo de conversión y su correspondencia con los nominales recogidos por este concepto en la estadística de emisiones) y las de los bancos pueden ir engrosadas con suscripciones de títulos de sociedades de inversión mobiliaria. Según los datos estadísticos, las entidades financieras han absorbido un 40 por 100 de los títulos emitidos, porcentaje que implica alguna sobrevaloración y que viene además engrosado por las operaciones bilaterales entre bancos y sociedades mobiliarias creadas por ellos. El sector exterior, según datos de balanza de pagos, ha tomado algo más de un 20 por 100 de las emisiones, suponiendo que todas sus compras hayan sido suscripciones a la par (y suponiendo, lo que es también dudoso dada la índole de sus operaciones, que las participaciones del capital por él adquiridas figuren íntegramente en la estadística de emisión, que se deriva en gran parte de anuncios públicos de emisión). En cuanto al resto del mercado, las cifras del cuadro deben interpretarse más bien como indicador de que **no menos** de un 38 por 100 de las emisiones de renta variable han sido adquiridas por economías domésticas y empresas, aunque la proporción podría ser sustancialmente mayor.

II.3. La política de emisiones.

II.3.1. Títulos de renta fija.

Durante 1973 no se han registrado variaciones sustanciales en las condiciones de emisión de los títulos de renta fija. Los tipos máximos de interés nominales, netos del impuesto sobre las

rentas del capital, de los valores aptos para la cobertura de los coeficientes de los inversores institucionales, se elevaron en medio punto a partir de septiembre, un movimiento de adaptación parcial a la elevación de los tipos bancarios que tuvo lugar tres meses antes. Los tipos máximos de los bonos de caja pasaron así del 7 al 7,5 por 100, y los de las demás obligaciones privadas, de 7,25 a 7,75 por 100. Dado que en las condiciones presentes esos máximos son inferiores a los que fijaría un mercado libre, no es de extrañar que la mayor parte de las emisiones se haya realizado a dichos máximos y que la rentabilidad efectiva de los títulos se haya mejorado fraccionalmente en la negociación de los tipos de emisión. Solo son excepción a esa regla, algunas emisiones no dirigidas a la inversión institucional, cuyas condiciones especiales de convertibilidad han permitido tipos nominales inferiores, que en algún caso han sido del 6 por 100.

Se ha observado igualmente en 1973 una recuperación de las obligaciones convertibles dentro del total emitido. En efecto, era necesario mejorar el atractivo de las emisiones, dado el contraste entre la rigidez de los tipos nominales y el endurecimiento de las condiciones financieras,

patente de modo especial en los últimos meses del año; dada, también, la tónica alcista de los valores de renta variable en gran parte del ejercicio. Por otra parte, la cláusula de convertibilidad permite a las empresas financiarse a tipos de interés más bajos, al complementar la rentabilidad directa con las ventajas de la conversión; y en mejores condiciones generales, puesto que al realizarse la conversión la empresa sustituirá, las habituales emisiones de acciones a la par por emisiones a un tipo más próximo a la cotización del mercado, aunque todavía ventajoso para el obligacionista. La cláusula

CUADRO IV-23
Convertibilidad de las obligaciones privadas
no bancarias

Miles de millones de pesetas

	Emisiones conver- tibles	Emisiones no con- vertibles	Total	Emisiones convertibles en porcentaje del total
1968	30,9	8,3	39,1	78,9
1969	24,1	11,0	35,2	68,6
1970	28,8	15,2	44,1	65,5
1971	23,1	17,8	41,0	56,5
1972	19,8	28,9	48,7	40,7
1973	29,7	35,0	64,7	45,9

FUENTE: Dirección General de Política Financiera.

de convertibilidad permite reducir los tipos, en ocasiones, hasta un punto y medio por debajo del vigente para las obligaciones ordinarias, en función, naturalmente, de las condiciones y plazos de conversión. Al mismo tiempo permite una consolidación de los títulos en acciones en un período de tres o cuatro años (y a veces en menor plazo). Por otra parte, los plazos de las emisiones no convertibles (entre diez y quince años) no muestran diferencias apreciables entre 1972 y 1973.

Merece destacarse la excepción que representan las emisiones de obligaciones realizadas por las empresas concesionarias de autopistas. Estas emisiones, en efecto, tienen plazos de vencimiento de veinte años, aunque en la mayoría de los casos se ofrezca la posibilidad de reembolso

total a los quince años. Igualmente, en todos los casos la convertibilidad se limita al 50 por 100 de las obligaciones que se amortizan. Por el juego de ambas circunstancias, los tipos de estas emisiones son los más altos entre las convertibles, situándose a los niveles normales de las no convertibles.

11.3.2. *Títulos de renta variable.*

En el cuadro IV-24 figura el detalle de las emisiones a la par, liberadas y con prima, de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid (1) en los últimos años. Como puede observarse, y es tradicional en nuestro mercado de valores, predominan las emisiones a la par, predominio que, además, se acentuaría si la estadística se formulara en términos del valor de lo emitido. Retroceden el número, pero sobre todo el importe de las emisiones liberadas, tras el agotamiento de las cuentas de regularización, y aumentan sustancialmente en número, aunque no tanto en volumen, las emisiones con prima, realizadas sobre todo por los bancos industriales y de negocios y algunas financieras e inmobiliarias. La prima más frecuente, dentro de una gran dispersión, es del 100 por 100, muy lejos, en general, de la valoración efectiva del título en el mercado. En un cierto número de casos, la emisión por encima de la par ha sido consecuencia de la conversión de obligaciones. Pese al aumento de las emisiones con prima, las empresas de mayor importancia y arraigo en el mercado siguen emitiendo a la par, con contadas excepciones: la emisión con prima se limita aún, fundamentalmente, a entidades relativamente recientes en el mercado. La emisión a precio de mercado es una figura prácticamente desconocida.

CUADRO IV-24
Emisión de acciones de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid

Número de emisiones				
	Total	Emisiones a la par	Emisiones liberadas	Emisiones con prima
1968.....	100	41	52	7
1969.....	120	58	52	10
1970.....	113	56	43	14
1971.....	110	63	42	5
1972.....	148	81	54	13
1973.....	223	130	44	49

FUENTE: Bolsa de Madrid.

Mientras los tipos y condiciones de las obligaciones y bonos resultan, directa o indirectamente, de la política de control ejercida por la autoridad financiera sobre esos títulos, no hay unos criterios deliberados de intervención en el mercado primario de acciones. Sin embargo, la legislación fiscal trata favorablemente a los derechos de suscripción, en comparación con los dividendos repartidos. Por otra parte, existen limitaciones al reparto de beneficios, perma-

(1) Por lo que respecta al estudio de la política de emisiones, solo tienen relevancia aquellas empresas que por cotizarse en bolsa presentan un precio formado, en principio, en condiciones de mercado. La estadística ofrecida, por otra parte, se limita a la Bolsa de Madrid, por considerarse representativa de los valores cotizados y tener sus datos más fácilmente disponibles.

nentes en el caso de los bancos, ocasionales, por razones de política de rentas, en el caso de otros títulos.

Estos condicionamientos legales han sentado las bases de la actual inclinación del mercado por el reparto de acciones a bajo precio como alternativa al reparto de dividendos, que se sitúan a cotas bajísimas en relación con las cotizaciones (1). Se ha desarrollado, pues, una preferencia del público accionista por las ampliaciones a la par y liberadas, que se alimenta en alguna medida de motivos psicológicos, pero, sobre todo, de razones fiscales. Preferencia a la que se pliegan las empresas llegándose incluso, como ejemplo extremo de ello, a la sustitución sistemática, en algún caso reciente, de la distribución de dividendos por la ampliación liberada con cargo a reservas.

Es indudable que la política de emisiones a la par como mecanismo de obtención de fondos supone por parte de la empresa una subutilización de sus oportunidades de financiación en el mercado, que serán mejor aprovechadas cuanto más próximo esté el tipo de emisión de las nuevas acciones a la cotización de las existentes (2). Las empresas españolas, en contraste con las de otros países, distan, evidentemente, de explotar sus oportunidades, y con ello, al mismo tiempo, dificultan sus posibilidades de autofinanciación, puesto que la expansión del número de títulos y el deseo de mantener una política estable de dividendos nominales por acción supone una distribución creciente de dividendos, pese a la poca importancia de los mismos en comparación con el valor efectivo de las acciones. Por otra parte, la evolución hacia otras prácticas emisoras y bursátiles no puede realizarse bruscamente sin grave perturbación de la situación del mercado. No es de extrañar que sean tan solo los años de auge de la bolsa, como el que estamos comentando, los que registren movimientos favorables desde el punto de vista financiero de las empresas, aunque limitados, en la política de emisiones, y que esos avances se interrumpan en los años de baja coyuntura bursátil.

II.4. El mercado secundario.

Durante 1973 ha continuado, en líneas generales, la tendencia expansiva iniciada el año anterior en la bolsa de valores. Algunas de las magnitudes que definen ese mercado han crecido de modo notable.

La cotización de acciones (tomando como indicador el índice elaborado por la Bolsa de Madrid) muestra un crecimiento del 12,7 por 100 para el total; aunque el aumento es muy inferior al de

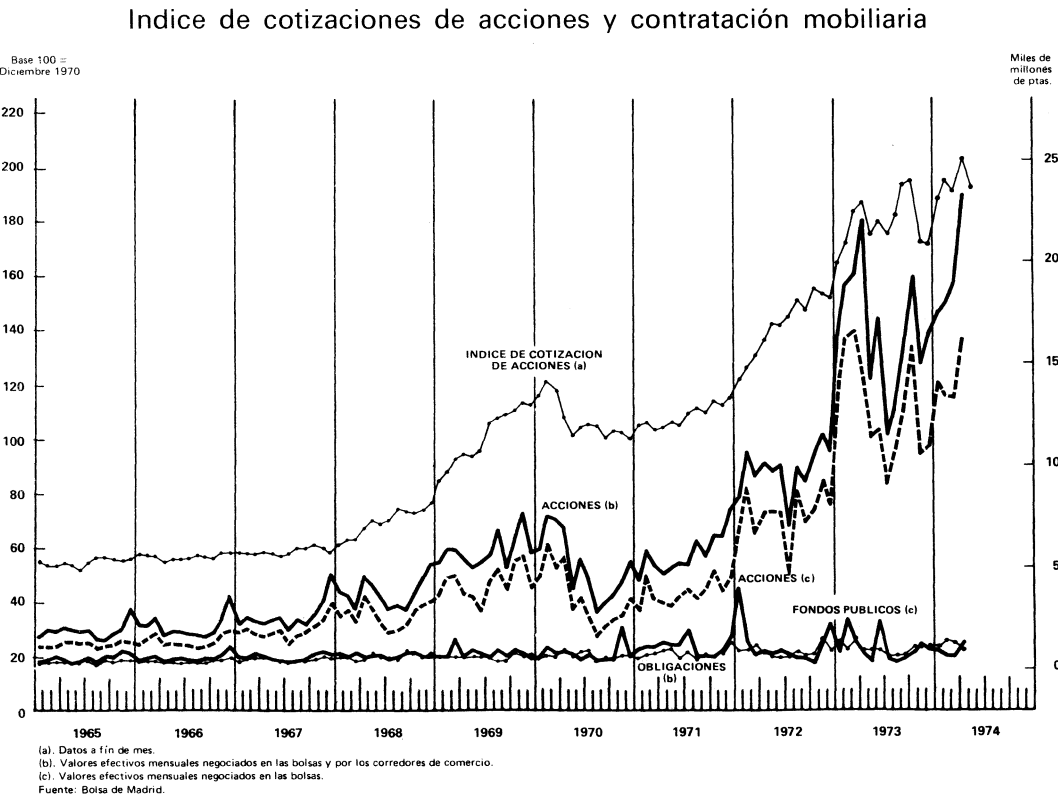
(1) Sobre la rentabilidad de las acciones, véase F. Martín Bourgón, **Rendimiento de una cartera de valores en España en el período 1961-1972**, Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, serie A, número 4, 1974.

(2) Siempre existirá, de hecho, una separación entre ambos, habida cuenta de las diferencias en derechos políticos y económicos entre acciones viejas y nuevas, así como de liquidez, dado el lapso de tiempo que debe transcurrir hasta que éstas alcanzan la cotización en Bolsa.

1972 (año en que el índice se incrementó un 32 por 100), refleja todavía avances considerables. Por otra parte, esa cifra oculta una serie de flexiones a lo largo del ejercicio, en las que es fácil seguir la influencia de las condiciones monetarias y crediticias.

Durante los cuatro primeros meses, el crecimiento de los precios de las acciones fue muy fuerte (23,2 por 100), más fuerte incluso que el año anterior. A esta fase siguió un período de inestabilidad de tres meses, con alzas y bajas alternativas, que son reflejo de los efectos estacionales de las emisiones que se acumulan en ese período, así como de las incertidumbres del mercado, en tanto se perfilaba la política del nuevo Gobierno, y de la elevación del tipo básico en un punto. A partir de agosto, y hasta octubre, confirmada la evolución expansiva de la economía, se reanudó la escalada del índice, situándose en el último de los meses citados un 28 por 100 por encima del nivel de diciembre de 1972. Sin embargo, en noviembre, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales, que debía repercutir inevitablemente en las españolas, pero sobre todo del endurecimiento de la situación monetaria interna, se produjo una caída del 11,5 por 100 en las cotizaciones. La subsiguiente suavización de las tensiones crediticias dio pie a una evolución más calmada de la bolsa en diciembre, que absorbió con serenidad los acontecimientos políticos de aquel mes. Y, luego, a la extraordinaria recu-

GRAFICO IV-4

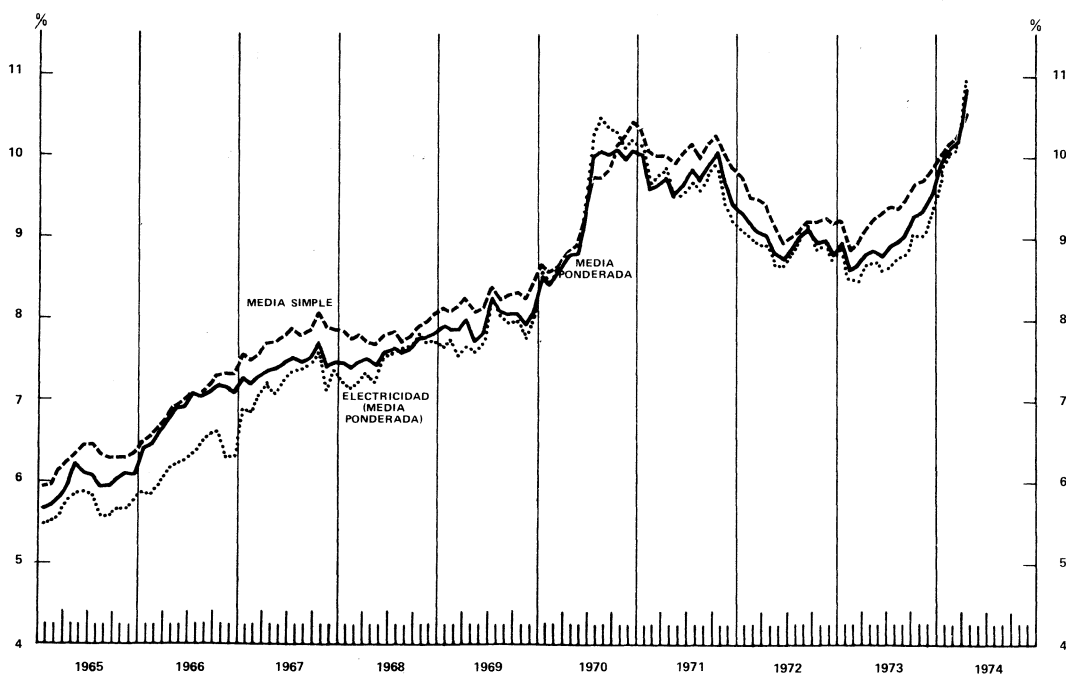


peración registrada a comienzos de 1974, en la que posiblemente jugó un papel notable la constitución de carteras por las sociedades y fondos de inversión mobiliaria creados en la última parte de 1973 y que solo flexionaría al reaparecer en el segundo trimestre las tensiones crediticias.

En cuanto al mercado de obligaciones, su evolución se refleja con mayor exactitud que en los precios en el rendimiento interno de los títulos (1). Esta magnitud, desde noviembre de 1971 venía registrando una caída que le situó en febrero de 1973 a un nivel del 8,6 por 100, el punto más bajo desde mediados de 1970. A partir de ese mes se opera un cambio en la tendencia, si bien el alza fue muy moderada hasta finales de año: en septiembre, el tipo de las obligaciones alcanza el 9 por 100 y solo a partir de las tensiones de noviembre empieza a subir con mayor viveza, situándose en 9,5, a finales de año, y en 10,8, en abril de 1974.

GRAFICO IV-5

Rendimiento interno de las obligaciones



- (1) El rendimiento interno de las obligaciones, tal como lo calcula el Banco de España, es la tasa de descuento que iguala la corriente de ingresos futuros derivados de la posesión de una obligación y el coste actual de la misma. El índice elaborado por el Banco es una media ponderada de los rendimientos correspondientes a una muestra variable de 16 valores con vencimientos superiores a seis años. Los detalles de su formulación, cálculo, cobertura, etc., pueden verse en I. Garrido, **El rendimiento interno de las obligaciones, 1960-1973**, Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios económicos*, serie A, número 3, 1974.

El rendimiento interno de las obligaciones está básicamente afectado por la evolución de las condiciones monetarias, aun cuando su carácter de tipo a largo plazo hace que en él se refleje esa evolución con cierto retraso y de modo atenuado, incorporando expectativa sobre precios y evolución futura de la economía que están ausentes en la formación de los tipos de los mercados monetarios y crediticios a corto plazo. Como puede observarse en los gráficos III-17 y IV-5, el rendimiento de las obligaciones responde, con los condicionamientos señalados, a la evolución del tipo de redescuento del Banco de España, indicador aproximado, en los últimos años, de las tensiones financieras del sistema, y en los meses más recientes a la escalada de los tipos de los mercados interbancarios, tipos libres que reflejan con más precisión que el de redescuento la verdadera situación de los mercados.

Pasando de los precios a la actividad de los mercados, la contratación global registrada mostró en 1973 un alza superior al 51 por 100 (tras otro aumento de un 60 por 100 en 1972) y un volumen de operaciones superior a los 215.000 millones de pesetas en valores efectivos. Por supuesto, ese aumento extraordinario se debe en buena parte a la elevación de los precios; no obstante, la contratación en términos nominales aún registra un crecimiento próximo al 28 por 100 (1).

Los distintos sectores del mercado muestran una evolución bastante dispar. Así, mientras la negociación de acciones creció un 62 por 100, y supone ya cerca de un 90 por 100 de la contratación total, la de obligaciones y bonos solo aumentó un 17 por 100 y la de fondos públicos se contrajo. Hay que anotar, entre las acciones, un aumento muy vivo en la negociación de valores bancarios, y en el caso de los títulos privados de renta fija, un alza de un 48 por 100 en los bonos de caja, que contrasta acusadamente con el descenso en la negociación de las obligaciones de otras empresas. Ese alto volumen de negocio en bonos de caja justifica su liquidez y ayuda a explicar el resurgimiento de la demanda privada de los mismos. En cuanto a los fondos públicos, el descenso de su negociación se debe a la casi total desaparición de las deudas pignoras del mercado, enterradas, tras varios años de intensa demanda institucional, en los coeficientes de caja de bancos y cajas de ahorros. Es interesante destacar, en cambio, el aumento de la negociación de valores no pignorables (un 45 por 100), aumento en el que influyen operaciones aisladas de inversiones institucionales, pero que reflejan también, en algún grado, la falta de emisiones de deuda para el público general durante el pasado año.

- (1) El continuo crecimiento del número de títulos en circulación y de las transacciones en valores ha desbordado en los últimos años la capacidad técnica del mercado de valores (agentes intermediarios, depositarios), habida cuenta de la excesiva rigidez de los mecanismos legales y administrativos de posesión de los títulos. El problema más obvio resultante de ello lo constituyen los retrasos en la liquidación de las operaciones, sin olvidar el coste administrativo de la custodia y administración de los títulos. Los remedios parciales e insuficientes adoptados en los últimos años han dado paso, en 1974, a un nuevo sistema de liquidación y compensación de operaciones de bolsa y de depósito de valores (Decreto 1.128/1974, de 25 de abril, y Orden Ministerial de 20 de mayo) basado en la fungibilidad de los títulos depositados en las entidades adheridas al sistema.

Cantidades negociadas en el mercado de valores

	Miles de millones de pesetas			Tasas de crecimiento	
	1971	1972	1973	1972	1973
Valores efectivos:					
Fondos públicos	12,5	14,1	12,4	13,0	— 12,2
Pignorables	6,5	6,9	2,0	7,0	— 71,7
Otros	6,0	7,2	10,4	19,5	45,2
Obligaciones y bonos	8,3	9,7	11,3	16,1	17,2
Bonos de caja	5,4	5,1	7,5	— 7,1	48,0
Otras obligaciones	2,9	4,6	3,8	60,0	— 16,8
Acciones	67,9	118,8	192,1	74,9	61,7
Bancarias	24,4	44,6	76,9	82,6	72,2
Eléctricas	11,4	20,0	23,9	75,7	19,7
Otras acciones	32,1	54,2	91,3	68,7	68,5
Total	88,7	142,6	215,8	60,7	51,4
Del que:					
Bolsas	60,3	109,0	163,2	80,9	49,7
Corredores y bolsines	28,4	33,6	52,6	17,8	56,8
Valores nominales:					
Fondos públicos	11,4	12,3	11,7	8,8	— 5,1
Obligaciones	8,7	40,0	56,7	49,9	41,7
Total	46,8	62,2	79,7	33,0	28,1

II.5. Actuación de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria.

Si el ciclo alcista bursátil de 1968-69 se caracterizó y fue animado por el auge de los fondos de inversión, el de 1972-73 podría denominarse el de las sociedades de inversión mobiliaria. Los fondos de inversión, en efecto, no consiguieron salir de la situación de apatía en que quedaron a partir de 1970; la creación de algunas entidades nuevas oculta el continuo retroceso de las ya existentes y no consigue atraer un volumen sustancial de nueva clientela. Por el contrario, la creación de sociedades mobiliarias continuó a ritmo acelerado, proliferando las emisiones tanto en éstas como en las entidades existentes, con un importe nominal de 32,2 mil millones de pesetas y un crecimiento del balance del 93 por 100 (1).

Como puede observarse en el cuadro IV-26, y pese a la creación de cinco nuevos fondos, la cuenta de partícipes del conjunto de estas entidades, que refleja su capacidad de captación de recursos ajenos, creció tan solo en 4.000 millones de pesetas en 1973. Dada la tónica alcista del mercado, eso muestra claramente la medida de la pérdida de interés tanto del público como de los grupos promotores por esta forma de inversión colectiva. A esa pérdida de interés

(1) Los 38,2 mil millones de emisiones de acciones que el cuadro IV-20 muestra para las sociedades de inversión mobiliaria, son el resultado de añadir a los 32,2 mil millones de aumento del capital desembolsado 6.000 millones de reservas constituidas con fondos procedentes de primas de emisión de acciones.

colabora seguramente la excesiva intervención reglamentaria en el funcionamiento de los fondos y, en particular, en su política de resultados, que coarta sus posibilidades comerciales; si bien la razón fundamental debe buscarse en la frustración de las excesivas esperanzas puestas en estas entidades en el momento de su mayor expansión. No hay que descartar, por otra parte, entre las causas de su actual estancamiento, la competencia de las sociedades de inversión mobiliaria; una alternativa de inversión que se presenta aún con visos de novedad, no despierta en el mercado memoria de pasadas dificultades y disfruta de una capacidad de maniobra mucho mayor en materia de distribución de resultados.

Al considerar el balance de los fondos destaca fuertemente el crecimiento de la tesorería (que sube del 15,2 al 24,4 por 100 del patrimonio entre diciembre de 1972 y diciembre de 1973) y el casi absoluto estancamiento de la cartera de valores. El hecho de que tres de los cinco fondos creados hayan nacido en el último cuatrimestre del año, y que esos fondos todavía no hayan materializado en valores su inversión inicial, explica en parte esa situación, pero no es la única causa. En efecto, la política de inversión de los fondos ha sido muy cauta a lo largo de todo el año, si se exceptúan sus primeros cuatro meses: a partir de abril, aparecidas las primeras vacilaciones en el mercado de valores, los fondos surgen como vendedores netos, con vistas a mejorar su tesorería y cubrir posibles retiradas de partícipes que, de hecho, se producen, aunque en pequeña cuantía, en los meses siguientes.

Una innovación reglamentaria aparecida en 1973, que en su momento se solicitó con insistencia, fue la autorización a los fondos y sociedades de inversión para comprar valores extranjeros hasta un 10 por 100 del patrimonio, por Orden Ministerial de 23 de marzo de 1973 (1).

(1) El desarrollo de esa orden por Resolución de la Dirección General de Política Financiera y por tanto, el comienzo de su puesta en práctica, tiene fecha de 12 de julio.

CUADRO IV-26
Fondos de inversión mobiliaria: Balance

Saldos a fin de período

	Miles de millones de pesetas		
	1971	1972	1973
Tesorería	3,4	5,3	10,1
Otros activos líquidos	—	0,4	0,2
Cartera de valores (al cierre)	22,6	29,5	30,7
Deudores	1,7	1,2	2,6
ACTIVO = PASIVO	27,8	36,4	43,6
Patrimonio	25,7	35,1	41,5
Partícipes	25,0	28,7	32,7
Revalorización	1,2	4,9	3,9
Resultados (neto)	— 0,5	1,4	4,9
Acreeedores	2,0	1,3	2,1

FUENTE: Dirección General de Política Financiera.

En la práctica, esta autorización no ha producido los frutos que de ella se esperaban, en parte por la coyuntura que atraviesan las bolsas internacionales a raíz de su publicación, pero muy especialmente por los condicionamientos, sumamente cautelosos, de la citada autorización (1). A fines de 1973, solo siete fondos presentaban valores extranjeros en su cartera, por un importe agregado de 355 millones de pesetas (valor al cierre), y con pérdidas de 65 millones sobre el valor de coste. En los cuatro primeros meses de 1974 la situación no se ha alterado sustancialmente.

La tremenda expansión de las sociedades de inversión mobiliaria queda manifestada por el elevado número de sociedades que se crearon durante el año y por el crecimiento de su balance. En 1973 se inscribieron, en efecto, 78 sociedades, siendo a fin de año 259 las que había en funcionamiento. La multiplicación de solicitudes para la creación de sociedades mobiliarias, junto con la sospecha de que muchas de ellas no respondían a los fines que se proponía el legislador al crear esta figura económica, sino que trataban meramente de aprovechar las ventajas fiscales de la misma, hizo que durante parte de 1973 no se concedieran autorizaciones, publicándose luego la Orden de 12 de noviembre, que modifica algunos artículos de la de 5 de junio de 1964, para conseguir que las sociedades de inversión mobiliaria cumplan la finalidad para la que fueron creadas, esto es, ofrecer una vía para la canalización del ahorro, y en particular el mediano y pequeño, hacia la inversión en valores, y especialmente en los cotizados en bolsa. Por ello, se exige a las sociedades un programa de difusión y negociación en bolsa de sus propias acciones, así como el compromiso de cumplimentar en el plazo máximo de un año cuantos requisitos se precisen para conseguir su admisión definitiva a cotización oficial. Por otra parte, se limita a dos años el tiempo que las sociedades pueden tener en su cartera valores no cotizados. Estas normas no parecen haber mermado apreciablemente el interés por la constitución de nuevas sociedades mobiliarias.

Por lo que se refiere al crecimiento de las operaciones de este grupo de entidades, debe observarse que la gran expansión registrada no se circunscribe a las sociedades aparecidas en el año: si el balance de éstas supone, a fin de ejercicio, un total de 35,4 mil millones de pesetas, el de las que ya operaban a principios de año aumenta en 24,1 mil millones, con una expansión del 37,6 por 100 sobre los saldos acumulados a diciembre de 1972. Lógicamente, la evolución de ambos grupos de entes presenta características muy distintas. En el caso de las sociedades inscritas en años anteriores, la fuente de fondos más importante la constituyen los recursos internos (reservas y resultados pendientes de distribución), que les proporcionan más

(1) Para poder adquirir valores extranjeros, los fondos deben reunir las siguientes condiciones: 1) Sus participaciones deben gozar de cotización calificada. 2) Su patrimonio excederá de 1.000 millones de pesetas. 3) Las acciones de sus gestores serán nominativas. 4) El capital desembolsado de éstas será de 100 millones como mínimo, y un millón más por cada 100 millones de exceso sobre los 1.000 millones en el patrimonio del fondo. 5) Su capital será español, al menos en un 75 por 100. Existen limitaciones a la transferibilidad interior de los valores y a la disposición de fondos líquidos en el exterior. Se prevé, además, que la inversión exterior se hará a un ritmo que no exceda del 1 por 100 mensual del patrimonio.

Sociedad de inversión mobiliaria: Balance

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973		
			Total	Inscritos hasta 1972	Inscritos en 1973
Tesorería	1,9	3,4	23,9	9,3	14,6
Cartera de valores (al coste)	40,4	58,5	95,5	75,6	19,9
Acciones cotizadas	36,5	53,0	87,3	69,1	18,2
Acciones no cotizadas	2,5	3,1	4,2	3,6	0,6
Obligaciones	1,3	2,2	3,6	2,6	1,0
Fondos públicos	—	0,2	0,3	2,6	—
Deudores	0,5	1,4	2,6	2,1	0,5
Otras cuentas	0,6	0,8	1,6	1,1	0,5
ACTIVO = PASIVO	43,3	64,1	123,6	88,2	35,4
Capital y reservas	42,2	62,0	117,1	83,3	33,8
Capital desembolsado	27,1	39,8	72,0	46,4	25,6
Reservas	12,1	14,3	29,5	22,6	6,9
Resultados pendientes de distribución	3,0	7,9	15,6	14,3	1,3
Acreedores	1,0	2,0	6,3	4,7	1,6
Otras cuentas	0,1	0,1	0,2	0,1	—

FUENTE: Dirección General de Política Financiera.

del 60 por 100 de los recursos empleados durante el año. En cuanto a la colocación de los mismos, la cartera supone el 85 por 100 del balance, pero es de destacar el aumento, relativo y absoluto, de la tesorería, indicio de una mayor cautela en la política de inversiones, motivada, sin duda, por los altos niveles alcanzados por la bolsa. Las sociedades inscritas en 1973, por su parte, obtienen casi tres cuartas partes de sus fondos de la emisión de acciones y solo un 23 por 100 de recursos internos que, en realidad, no derivan de los resultados de su actividad inversora, sino de las primas de emisión de sus acciones. También son menores en proporción las inversiones de cartera (un 56 por 100 del balance), ya que por su propia novedad, y por las razones de cautela que afectan a otros inversores mobiliarios, el porcentaje de recursos líquidos que aparece en su balance es superior al 40 por 100 del mismo.

III. LA FINANCIACION DE LOS SECTORES

El propósito de esta última parte del estudio de la situación financiera debía ser analizar los flujos netos, reales y financieros de caja directos, entre los diferentes sectores finales de la

economía, sus necesidades de financiación, habida cuenta de su propia demanda de activos financieros y, como resultante o residuo de ello, su demanda bruta de financiación, especialmente crediticia, a los intermediarios financieros. Este análisis es básico para entender el significado de la demanda privada de crédito al sistema bancario y precisar su intensidad; puesto que esa demanda depende no solo de ciertas variables «reales», tales como la inversión fija o en existencias, sino también, y quizás en mayor grado, del superávit de caja que el sector reciba de otros operadores, de las fuentes alternativas de financiación, no intermediadas, y de sus propias inversiones financieras, incluyendo la adquisición de activos monetarios.

Sin embargo, de este análisis solo pueden presentarse fragmentos aislados, dada la insuficiencia o retraso de los datos estadísticos existentes. Tan solo cabe aproximarse al propósito inicial en el caso del sector exterior y sus relaciones con los sectores finales internos, gracias a los datos de balanza de pagos. En el caso del sector público, sin embargo, el retraso en la publicación de datos generales (que pueden revisar de modo importante los presupuestarios) y la insuficiente información sobre algunos subsectores del mismo impiden progresar en el sentido deseado. El sector privado solo puede plantearse como residuo estadístico resultante del estudio de los demás sectores, siendo hoy por hoy imposible un análisis separado de las empresas y las economías domésticas.

III.1. La actividad financiera del sector público.

Presentar un cuadro completo de las cuentas financieras del sector público es todavía imposible, dado que las cuentas de las empresas públicas, solo disponibles para los años 1966 a 1969, no están consolidadas con las cuentas de las administraciones públicas. De otro lado, tampoco pueden ser utilizadas las previsiones que elabora el Ministerio de Hacienda y que envía, junto al presupuesto, a las Cortes, ya que ambos sectores —administraciones y empresas públicas— siguen sin consolidarse entre sí.

Se ha optado por ello por presentar dos cuadros, el cuadro IV-28, que recoge las cuentas financieras de las administraciones públicas, a las que se ha agregado el I. N. I., para los años 1970 a 1972 —1973 no puede elaborarse, dado el retraso en la publicación de las cuentas de las administraciones públicas—, y el cuadro IV-29, que muestra la financiación neta prevista inicialmente para los componentes del sector público en 1973 y 1974.

Por lo que respecta a los últimos años, puede observarse que la emisión de valores junto a los préstamos del Banco de España se constituyen en la principal fuente de financiación pública. La tendencia apuntada en los últimos años de constituir las obligaciones pendientes de pago en otra fuente de financiación parece haber continuado en 1972 (1). Los préstamos en sentido

(1) Como puede verse en el cuadro, la masa de «deuda flotante» que se está acumulando entre el sector público y el resto de la economía, en ambas direcciones, es muy considerable. Sin embargo, debe hacerse constar que en los renglones de «otros activos y pasivos financieros» se acumulan errores y residuos importantes y que la heterogeneidad de las partidas incluidas en ellos impiden su plena consideración de fuente de financiamiento.

Principales flujos financieros del sector público (a)

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972
ACTIVOS FINANCIEROS	65,8	63,4	69,4
Variaciones de caja y depósitos (b)	7,0	12,0	14,2
Adquisición de obligaciones de empresas (neto)	0,7	— 0,7	— 3,3
Seguridad Social	0,8	— 0,7	— 3,4
Adquisición de acciones (neto)	11,9	10,5	16,3
Estado	4,3	5,0	5,0
I. N. I.	7,3	4,9	9,5
Seguridad Social	0,3	0,6	1,8
Préstamos a empresas privadas (neto)	1,8	2,6	1,5
Créditos y préstamos del I. N. I. (neto)	10,3	4,3	0,6
Dotaciones al crédito oficial (c)	15,5	22,4	18,0
Otros activos financieros (neto) (d)	18,5	12,3	22,1
PASIVOS	— 56,7	— 87,8	— 65,4
Emisiones netas	— 22,8	— 69,0	— 60,0
Estado	— 10,1	— 61,4	— 43,1
Organismos autónomos administrativos	—	—	—
I. N. I.	— 11,8	— 7,0	— 15,3
Corporaciones locales	0,1	0,3	— 1,6
(+) Enajenaciones de la Seguridad Social	— 1,0	— 0,9	—
Préstamos de instituciones financieras (neto) (e)	— 3,8	5,1	— 6,9
Posición neta del Tesoro en el Banco de España (f)	— 5,2	9,8	22,2
Traspaso al Tesoro del crédito del Banco de España al I. N. I.	—	— 11,1	—
Otros pasivos financieros (neto) (g)	— 24,9	— 22,6	— 20,7
FINANCIACION NETA (h)	9,1	— 24,4	4,0
Estado	2,2	— 26,5	0,8
Organismos autónomos administrativos	1,0	2,1	0,1
I. N. I.	1,1	— 0,1	— 5,3
Corporaciones locales	2,2	— 2,4	— 4,3
Seguridad Social	2,6	2,5	12,8

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

(a) Comprende: Estado, organismos autónomos administrativos, I. N. I., corporaciones locales y Seguridad Social.

(b) Excluidas la del Estado, que se incluyen en la posición neta del Tesoro en el Banco de España.

(c) Según I. C. O.

(d) Principalmente, variación neta en los derechos pendientes de cobro y ajuste.

(e) Incluidos los créditos al I. N. I. del Banco de España, según balance de éste.

(f) Según Banco de España.

(g) Principalmente, variación neta en las obligaciones pendientes de pago y ajustes.

(h) Signo + = financiación del sector o ente público al resto de los sectores o entes.

Signo — = financiación del resto de los sectores al sector o ente público.

FUENTE: Los datos de este cuadro son una reelaboración de los cuadros de desarrollo de las cuentas de las administraciones públicas (ver Apéndices 58 al 72) y de los balances del I. N. I., completados con datos del balance del Banco de España.

estricto tienen, en conjunto, poca importancia. Si bien un análisis detallado de los diversos componentes mostraría sustanciales diferencias en su política de endeudamiento, con carácter general, puede afirmarse que las administraciones públicas manifiestan cierta renuncia al endeudamiento crediticio, articulando su financiación básicamente sobre la emisión de obligaciones. Esa actitud, explicable en las circunstancias de los últimos años, ha dado paso en 1974 a una mayor utilización de las fuentes crediticias exteriores que, aparte sus efectos sobre la balanza de pagos, deberá alterar la estructura de la financiación pública.

Por lo que respecta a las inversiones financieras del sector, caben también algunas observaciones generales. La importancia relativa de los préstamos concedidos se debe fundamentalmente a las dotaciones al crédito oficial, a su vez financiadas con la emisión de cédulas para inversiones, que aparecerán como pasivos financieros. Si se excluyen éstas, el resto de los préstamos es de mucha menor importancia y se dirige básicamente a las empresas privadas. La adquisición pública de acciones, que muestra volúmenes de cierta consideración, resulta de la participación del Estado en la Telefónica y de la actividad de apoyo del I. N. I. a empresas de su grupo, actividad que se financia con emisiones de obligaciones.

En su conjunto, las administraciones públicas han mostrado en los últimos años un superávit, o déficit (en 1971), no financiero muy pequeño, si se pone en relación con el total de su actividad. Por ello la emisión de sus pasivos ha venido explicada fundamentalmente por su política de colocación de activos.

Un análisis detallado de los diversos agentes componentes de las administraciones públicas muestra un comportamiento dispar. Así, el Estado, que tiene considerable importancia en la evolución de las cuentas financieras del sector público, alterna a lo largo del último decenio déficits con superávits. Sus principales pasivos financieros son la emisión de obligaciones y los préstamos del Banco de España, alcanzando escasa importancia los préstamos recibidos y siendo muy bajo el endeudamiento exterior. Dentro de sus activos financieros destacan los préstamos, ya que en ellos se recogen, como antes se dijo, las dotaciones al crédito oficial.

Los organismos autónomos administrativos y las corporaciones locales tienen escasa relevancia en las cuentas financieras públicas. Es la Seguridad Social, en cambio, quien junto al Estado explica su evolución. La Seguridad Social ha cerrado hasta el momento sus ejercicios con superávit, en algunos casos muy elevado, aunque puede esperarse su progresiva desaparición en el futuro. Ese superávit era colocado básicamente en la compra de obligaciones (ver Informe 1971 y 1972), pero en los últimos años la Seguridad Social está vendiendo parte de su cartera e incrementando sus recursos líquidos (depósitos en bancos y cajas de ahorros).

Para 1973 solo se encuentran disponibles los datos referentes al Estado, aunque se dispone de unas previsiones, muy incompletas, de las cuentas financieras de las administraciones públicas. Según esas previsiones, las administraciones tendrían en 1973 un déficit de 15.300 millones de pesetas, frente al superávit de 5.600 millones de 1972. Este déficit se debería casi exclusivamente a las corporaciones locales y vendría explicado básicamente por el aumento de retribuciones a sus funcionarios y al retraso en la entrada en vigor de la nueva Ley de Régimen Local, que establece nuevos impuestos. Según las previsiones, la Seguridad Social mostraría un déficit de 2.300 millones y los organismos autónomos alcanzarían uno de 4.600 millones, mientras que el Estado tendría un superávit de 5.900 millones. Al no disponerse de datos de los organismos autónomos administrativos, las corporaciones locales y la Seguridad Social, solo cabe analizar cuál ha sido la evolución de las cuentas financieras del Estado, no siendo posible aventurar conclusiones sobre el efecto financiero de la actividad pública en el sector privado.

CUADRO IV-29

Financiación neta del sector público: Previsiones (a)

Miles de millones de pesetas

	1973	1974
TOTAL	67,3	— 65,3
Administraciones públicas	— 15,3	— 8,9
Estado	5,9	13,7
Organismos autónomos administrativos	— 4,6	— 3,3
Corporaciones locales	— 14,3	— 14,3
Seguridad Social	— 2,3	— 5,0
Empresas públicas (b)	— 52,0	— 56,4
Organismos autónomos comerciales	— 11,5	5,9
Renfe	— 9,0	— 9,5
I. N. I.	— 31,5	— 50,4
Servicios comerciales incluidos en presupuesto	—	— 2,4

(a) El signo (—) indica necesidad de financiación y el (+) capacidad de financiación.

(b) Ver cuadros del Apéndice, números 73, 74 y 75.

FUENTE: El presupuesto del sector público, 1973 y 1974. Ministerio de Hacienda.

En el Capítulo II se analizó la evolución de las cuentas no financieras de la Administración Central y se comentó cómo en 1973 el superávit no financiero fue de 7.600 millones, frente a los 800 millones de 1972. En cuanto al modo de financiar ese superávit, ha de destacarse que el volumen neto de emisiones de deuda disminuyó de 43.000 millones, en 1972, a 18.300 millones, en 1973, hecho que se ha comentado anteriormente, dándose datos sobre los componentes de este concepto. Debe hacerse notar que el volumen de cédulas para inversiones emitidas fue inferior en unos 13.000 millones a las dotaciones al crédito oficial. Los ingresos por enajenación de activos financieros aumentaron al haberse producido unas mayores ventas de acciones por parte del Estado. Las cuentas de la Administración Central en el Banco de España reflejan un comportamiento totalmente distinto al del año anterior. Así, mientras en 1972 se había producido una reducción del endeudamiento neto de 21.500 millones de pesetas, este año se produjo un aumento de 2.900 millones.

Para 1974, las previsiones iniciales de las cuentas de las administraciones públicas mostraban un déficit menor que en 1973, a causa fundamentalmente del aumento en el superávit previsto para la Administración Central. Las medidas fiscales adoptadas en los comienzos del año —a las que se hace referencia en el Capítulo V de este Informe— trastocan profundamente estas previsiones, ya que la Administración Central incurrirá en un fuerte déficit no financiero, estimado entre 40.000 y 50.000 millones de pesetas que, básicamente, será cubierto con financiación obtenida en el Banco de España, ya que no se prevén emisiones de mercado como fuente de obtención de recursos presupuestarios y solo se acudirá en una cifra comparativamente modesta al endeudamiento exterior.

Financiación de la Administración Central

Variaciones netas

Miles de millones de pesetas

	1970	1971	1972	1973
Activos financieros (neto)	3,7	4,0	5,0	2,7
Dotaciones al crédito oficial	15,5	22,4	18,0	25,1
Emisiones de deuda (neto) (a)	— 10,1	— 61,3	— 43,0	— 18,3
Emisiones brutas	— 22,3	— 68,1	— 47,5	— 68,3
Amortizaciones	12,2	6,8	4,5	50,0
Préstamos exteriores (neto)	0,3	— 1,7	— 0,6	1,6
Préstamos brutos	— 0,6	— 2,2	— 2,5	— 1,2
Amortizaciones	0,9	0,5	1,9	2,8
Recurso neto al Banco de España	— 6,2	— 2,4	21,5	— 3,5
Emisión de moneda metálica	— 1,0	— 1,1	— 0,7	— 0,6
Otros conceptos (b)	— 5,2	9,8	22,2	— 2,9
Por traspaso del crédito al I. N. I.	—	— 11,1	—	—
Crédito al I. N. I.	—	11,1	—	—
FINANCIACIÓN NETA (c)	— 3,2	— 27,9	0,9	7,6

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.

Véanse cifras más detalladas y notas en los cuadros Apéndices 55 y 57.

(a) Incluye emisiones netas de bonos del Tesoro. No incluye, en 1973, 0,2 miles de millones de pesetas resultantes de la conversión de Deuda Perpetua Exterior domiciliada en Deuda Perpetua Interior.

(b) Incluye cuenta de bonos del Tesoro.

(c) Las cifras de financiación aquí recogidas difieren de las del cuadro IV-28, al recogerse en aquel cuadro los derechos pendientes de cobro y las obligaciones pendientes de pago, así como diversos ajustes.

Tal como se apunta en el Capítulo V, el primer trimestre muestra ya, para el sector público, un déficit estacional importante, aunque todavía no tan alejado del habitual en ese período (a tenor de lo ocurrido en años anteriores) como las previsiones del párrafo precedente harían temer, déficit que ha sido financiado básicamente aumentando el endeudamiento neto en el Banco de España.

III.2. Flujos financieros con el exterior.

A partir de 1970, pero muy especialmente en los últimos tres años, la balanza de pagos española por cuenta corriente muestra un superávit importante. Eso implica que el país ha sido exportador neto de capital durante ese período, puesto que ha entregado al resto del mundo más recursos reales y servicios (incluidos los de los emigrantes) de los que ha recibido; esto es, ha prestado esos recursos. En esta sección se va a estudiar el significado económico de esta situación, así como algunos aspectos de las contrapartidas financieras por las cuales ha discurrecido ese préstamo neto.

De hecho, los movimientos financieros que totalizan el préstamo exterior neto de la economía española se componen estos años básicamente de dos factores contrapuestos: de una parte, un importante endeudamiento a largo plazo del sector privado con el resto del mundo; de otra, un préstamo al exterior, en su mayor parte a corto plazo, del sistema crediticio español, espe-

CUADRO IV-31

Balanza de pagos: Financiación neta del exterior a la economía española

Miles de millones de pesetas

	1971	1972	1973
Capital privado a largo plazo	42,1	60,3	47,2
De extranjeros a españoles	50,4	69,0	59,6
De españoles a extranjeros	— 8,3	— 8,7	— 12,4
Capital público	— 7,2	— 0,2	— 2,7
Sistema crediticio	— 88,1	— 93,7	— 80,6
Reservas exteriores (aumento: —)	— 100,9	— 96,4	— 71,8
Revalorización de las reservas	—	— 8,1	— 0,2
Contrapartida de D. E. G.	2,9	2,9	—
Pesetas convertibles	9,9	5,3	— 18,5
Circular 242	—	2,6	9,9
Capital a corto	— 6,8	— 3,2	3,7
Operaciones a corto plazo	—	— 5,6	1,6
Errores y omisiones	— 6,8	2,4	2,1
Financiación neta: Saldo de la balanza por cuenta corriente	— 60,0	— 36,8	— 32,4

cialmente de las autoridades monetarias centrales, en forma de aumento de reservas. En 1973, el superávit de balanza corriente ha sido ligeramente menor del registrado el año precedente: 32,4 mil millones de pesetas, frente a 36,8 mil millones en 1972. Por otro lado, sus dos contrapartidas financieras básicas han mostrado reducciones de cierta consideración: las entradas de capital privado a largo plazo han descendido de 60,3 mil millones a 47,2 mil millones; las salidas de capital a corto del sistema crediticio han caído de 93,7 mil millones a 80,6 mil millones.

Desde el punto de vista de la financiación al sector privado, y en relación con las consideraciones apuntadas en una sección anterior de este Capítulo al hablar de las razones básicas de la demanda de crédito al sistema bancario, los movimientos descritos tienen una relevancia que importa destacar. En efecto, el superávit de cuenta corriente es un agregado de superávits o déficits del sector privado y del sector público en sus operaciones no financieras con el resto del mundo. Para uno y otro sector, un superávit se configura como una entrada de caja, sin contrapartida financiera, en divisas que son vendidas al sistema crediticio y transformadas así en recursos líquidos internos para el sector que generó el superávit. Estos no son todos los recursos que ese sector recibe del exterior: hay que añadirles los recibidos en forma de entradas de capital exterior (netos de la financiación del sector al resto del mundo). Así, pues, el superávit con el resto del mundo de los sectores en sus operaciones por cuenta corriente, más las entradas netas de capital a su favor (cuya contrapartida global la constituyen las salidas netas del sistema crediticio al resto del mundo) componen la «financiación» total recibida por los sectores en sus operaciones exteriores, «financiación» que sustituye a la procedente de fuentes interiores.

CUADRO IV-32

Balanza de capital a largo plazo

Miles de millones de pesetas

	1971			1972			1973		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Capital privado.....	76,6	34,5	42,1	103,4	43,1	60,3	116,8	69,6	47,2
a) De extranjeros a España.....	76,2	25,7	50,5	102,6	33,6	69,0	116,3	56,7	59,6
Inversiones directas.....	16,9	2,8	14,1	20,2	2,4	17,8	28,2	4,7	23,5
Inversiones en cartera.....	4,4	2,6	1,8	9,6	7,3	2,3	16,0	8,6	7,4
Inversiones en inmuebles.....	18,4	0,1	18,3	25,9	0,4	25,5	34,5	0,3	34,2
Créditos comerciales import. y antici. (netos).....	1,7	—	1,7	6,7	—	6,7	1,1	—	1,1
Préstamos Eximbank.....	3,4	3,5	—0,1	4,2	3,5	0,7	5,3	2,7	2,6
Préstamos a empresas.....	31,4	16,7	14,7	36,0	20,0	16,0	31,2	40,4	— 9,2
b) De españoles a extranjeros.....	0,3	8,7	— 8,4	0,8	9,5	— 8,7	0,5	12,9	— 12,4
Inversiones directas.....	0,1	1,9	— 1,8	0,1	3,8	— 3,7	0,1	4,8	— 4,7
Inversiones en cartera.....	—	0,1	— 0,1	0,1	—	0,1	0,1	0,3	— 0,2
Inversiones en inmuebles.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Créditos comerciales export. y antici. (netos).....	—	6,4	— 6,4	—	5,6	— 5,6	—	6,3	— 6,3
Préstamos a empresas.....	0,2	0,3	0,1	0,6	0,1	0,5	0,3	1,5	1,2
2. Capital público.....	2,8	10,0	— 7,2	6,2	6,4	— 0,2	3,5	6,2	— 2,7
Préstamos concedidos al Gobierno español.....	2,1	0,3	1,8	1,3	0,3	1,0	1,1	0,3	0,8
Préstamos concedidos por el Gobierno español.....	0,3	0,5	— 0,2	0,1	0,2	— 0,1	0,1	—	0,1
Otros préstamos y amortizaciones.....	0,4	9,2	— 8,8	4,8	5,4	— 0,6	2,2	5,8	— 3,6
Cuotas organismos internacionales.....	—	—	—	—	0,5	— 0,5	0,1	0,1	—
TOTAL.....	79,4	44,5	34,9	109,6	49,5	60,1	120,3	75,8	44,5

FUENTE: Ministerio de Comercio y Banco de España.

No es posible, con los datos elaborados disponibles, sectorizar la totalidad de la balanza de pagos con objeto de aislar en ella la financiación, en el sentido del párrafo precedente, recibida del exterior por los sectores privado y públicos respectivamente. Los datos existentes (1) apuntan, sin embargo, claramente una disminución apreciable de la financiación al sector privado. En efecto, una parte creciente del superávit en cuenta corriente global, que, como hemos visto, tiende a disminuir, se debe al superávit público, que aumenta gracias al incremento de su partida más importante, las rentas de inversiones públicas; por otro lado, las entradas de capital netas al sector privado han disminuido. En conjunto, la «financiación» exterior al sector privado (2), que fue de 97,8 mil millones en 1971, había caído a 90,3 mil millones en 1972, y a 68,1 mil millones en 1973.

Se considera a continuación el detalle de los movimientos de capital a largo plazo, por el interés propio que éstos poseen. Las entradas netas de capital privado comprenden, de una parte, las inversiones de no residentes en nuestro país y los créditos concedidos a empresas españolas, deducidas las desinversiones o amortizaciones; de otra, las inversiones y créditos de residentes al resto del mundo, también netos.

El primer componente (inversiones de no residentes y créditos a España) registró un descenso, al caer de 69.000 millones de pesetas, en 1972, a 59,6 mil millones, en 1973. Este descenso se debe enteramente a un fuerte aumento de las amortizaciones de préstamos a empresas, que se duplican, rebasando los 40.000 millones de pesetas, y superando a los nuevos créditos concertados en el período, que en cualquier caso disminuyen; esa disminución debe relacionarse, sin embargo, con el aumento de los créditos internos en divisas (ver cuadro IV-31) concedidos por la banca al amparo de la circular 242 del I. E. M. E., que en cierta medida sustituyen a los créditos exteriores directos. Las restantes partidas (inversiones directa o de cartera, inversiones en inmuebles, préstamos Eximbank, créditos comerciales) muestran aumentos de consideración, exceptuando los créditos comerciales a largo plazo. Destacan en particular las inversiones extranjeras en inmuebles.

Las salidas de capital español suponen un flujo relativamente modesto (12,4 mil millones de pesetas), pero creciente. Su principal componente lo constituyen los créditos comerciales, aunque ya son de destacar las inversiones directas y los préstamos no comerciales. Los movimientos de capital público muestran, de nuevo, una pequeña salida neta, resultante de la amortización de operaciones antiguas, no compensadas con otras nuevas.

-
- (1) Limitados a las transacciones gubernamentales y rentas de inversiones públicas, en el capítulo de servicios, y a las donaciones públicas, en el de transferencias. Las importaciones realizadas directamente por el Estado de productos agrícolas, en cuanto son posteriormente vendidas al sector privado, no consumidas directamente por el sector público (a diferencia de, por ejemplo, las importaciones militares), no invalidan la argumentación del texto.
 - (2) Superávit total en cuenta corriente, menos ingresos netos del sector público por cuenta corriente, más entradas netas de capital privado a largo plazo.

III.3. La financiación del sector privado.

El desconocimiento de gran parte de los flujos de caja y financieros entre el sector privado y otros sectores, en especial el público, impiden efectuar un tratamiento adecuado de su evolución financiera global a lo largo del año. A ello debe añadirse, dado el carácter residual de gran parte de los datos financieros atribuidos al sector privado, la imposibilidad de desagregarlo entre empresas y economías domésticas. En tales condiciones hay que abandonar, por ahora, cualquier propósito de relacionar causalmente las variaciones observadas en su situación frente al sistema crediticio, o determinados aspectos parciales de la misma, con la evolución de su comportamiento económico general, especialmente su comportamiento inversor.

CUADRO IV-33

Activos y pasivos financieros del sector privado

Variaciones netas	Miles de millones de pesetas			
	1970	1971	1972	1973
ACTIVOS FINANCIEROS	334,1	495,5	659,4	863,4
Activos de renta fija	300,2	455,4	603,1	794,6
Disponibilidades líquidas	255,7	465,7	563,3	716,7
Depósitos de importadores	23,8	— 25,7	—	—
Depósitos en cooperativas	7,2	11,0	23,7	25,5
Créditos a largo plazo al extranjero	3,9	6,6	6,1	7,5
Títulos de renta fija	9,6	— 2,2	10,0	44,9
Fondos públicos	— 5,0	— 2,0	2,8	4,7
Bonos de caja	5,4	1,1	1,4	32,2
Obligaciones	9,2	— 0,7	5,8	8,0
Activos de renta variable (a)	33,9	40,1	56,3	68,8
PASIVOS	— 330,1	— 415,7	— 585,2	— 774,4
Pasivos de renta fija	— 258,4	— 343,7	— 514,5	— 694,9
Créditos del sistema crediticio	— 186,6	— 265,4	— 428,4	— 614,0
Otras cuentas del sistema crediticio	— 3,5	— 25,0	— 14,7	— 17,1
Crédito y otras cuentas de cooperativas	— 5,4	— 8,5	— 12,8	— 17,4
Créditos extranjeros a largo plazo	— 31,0	— 16,3	— 23,8	5,5
Obligaciones emitidas (b)	— 31,9	— 28,5	— 34,8	— 51,9
Acciones emitidas (b)	— 71,7	— 72,0	— 70,7	— 79,5
FINANCIACION NETA	4,0	79,8	74,2	89,0

El signo (—) indica aumento de pasivos o disminución de activos.
Toda la información de este cuadro se basa en la imputación al sector privado de flujos financieros resultantes de las cuentas del sistema crediticio, de otras instituciones financieras, del mercado de capitales y del sector exterior.
(a) Valores nominales. Incluye acciones emitidas por el propio sector privado.
(b) Adquiridas por el propio sector privado o por los restantes sectores, incluidas las instituciones financieras.

El cuadro IV-33, en consecuencia, se limita a resumir la información existente, ya comentada en cada caso en secciones anteriores de este Capítulo, sobre los activos y pasivos financieros del sector privado frente al sistema crediticio y frente al sector exterior, así como sobre su

emisión y absorción de valores en el mercado. El cuadro no constituye, desde luego, una columna de un cuadro de flujos de fondos; ni tampoco puede aspirar a mostrar la posición financiera neta del sector, por cuanto no recoge las relaciones financieras del sector privado con el sector público (incluida la Seguridad Social), o con algunas entidades financieras de las que no hay información suficiente (compañías de seguros, financieras). Tampoco figuran en él, obviamente, multitud de relaciones brutas intrasector (tanto entre empresas como entre éstas y las economías domésticas). El carácter residual de los datos implica, por otro lado, una acumulación de errores que puede desvirtuar seriamente los resultados (recuérdese, en este sentido, los que pueden existir en el cómputo de las emisiones de valores suscritas por el público).

Con todas esas importantes limitaciones, el cuadro muestra que en 1973 el sector privado mantiene su posición de superávit financiero total a un nivel no muy distinto al de los dos años precedentes, puesto que sus adquisiciones netas de activos financieros superan ampliamente el crecimiento de sus pasivos. Entre las primeras son de destacar la absorción de activos monetarios y, a un nivel menor, las compras de bonos de caja y acciones. Entre los pasivos, el aumento de los créditos bancarios y la cancelación de los créditos exteriores.

Ya se vio en la sección precedente que el sector privado ha sido básicamente superavitario en sus relaciones exteriores durante los tres últimos años. Ese superávit tiende a menguar en 1973, lo cual no es, desde luego, incompatible con la disminución del déficit financiero exterior en sentido estricto del sector privado, que se revela implícitamente en el cuadro IV-33, así como en el IV-32.

CAPITULO V

LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1974

Como se ha indicado en los Capítulos anteriores, la crisis del petróleo vino a alterar bruscamente las condiciones y las expectativas de la economía mundial, tanto a corto como a largo plazo, al finalizar el año 1973. Antes de la crisis, las economías industriales preveían una desaceleración de los ritmos de avance de la demanda efectiva y el nivel de actividad a lo largo de 1974, precediendo los Estados Unidos a los países europeos en este movimiento que había que atribuir, en parte, al agotamiento del intenso auge anterior y, en parte, a las medidas moderadoras adoptadas por la mayor parte de los Gobiernos a medida que avanzaba el año 1973. Se esperaba que tal clima de contenida recesión permitiera una cierta pérdida de intensidad de las tensiones inflacionistas; aunque las presiones alimentadas por las expectativas alcistas que 1974 había de recibir de su predecesor impedían esperar reducciones muy sustanciales en las alzas de precios y, menos aún, una liquidación de la etapa inflacionista que el mundo había vivido durante los dos últimos años.

La crisis del petróleo vino a empeorar sustancialmente tales expectativas, tanto por lo que se refiere a la tónica de suave recesión esperada como en relación con la desaceleración prevista en los ritmos de inflación. En el Capítulo I se ha considerado con alguna extensión el tema y no se incurrirá aquí en reiteraciones; baste señalar que, aun alejados los gravísimos e insuperables problemas que hubieran derivado de la restricción cuantitativa de la oferta de petróleo inicialmente anunciada, la fortísima elevación del precio de los crudos había de acentuar las tendencias recesivas de la economía mundial y ahuyentar la esperanza de lograr alguna reducción en los ritmos de inflación durante el año 1974. Nuevos impulsos de recesión e inflación vinieron a incidir sobre todas las economías y todas ellas hubieron de afrontar importantes reajustes de precios relativos, problemas de reestructuración de la oferta y la demanda de energía primaria, cambios en las expectativas a largo plazo de las diversas líneas industriales, importantes desequilibrios en sus cuentas exteriores y, en último término, modificaciones que afectarán apreciablemente a las formas de vida en un horizonte temporal dilatado.

1. Los efectos de la crisis del petróleo.

España se ha visto duramente afectada por la elevación de los precios de los crudos de petróleo. Este atiende casi un 58 por 100 del consumo de energía primaria del país y la contribución de la producción nacional es de poco más de un millón de toneladas, sobre un total de unos 42 millones de toneladas de crudos de petróleo consumidos. Por otra parte, las posibilidades de ahorro de petróleo a corto plazo son escasas, porque un 40 por 100 del consumo corresponde a usos industriales, el transporte por carretera es muy importante, el consumo con fines comerciales y residenciales es relativamente bajo y la elasticidad de la producción nacional

de carbón es muy modesta (véase cuadro V-1). Puede estimarse que la importación de un volumen de crudos semejante al adquirido en 1973 supondría un coste adicional cercano a los 125.000 millones de pesetas en 1974, como consecuencia de los nuevos precios. Ello implica una transferencia de recursos en torno a un 3 por 100 del P. N. B. en favor de los países productores de petróleo.

CUADRO V-1

Requerimientos de energía en los principales sectores consumidores

	España (a)	O. C. D. E. Europa (b)
Requerimientos de petróleo de cada sector, porcentaje del total de requerimientos de petróleo:		
Industria	40,5	34,3
Transporte	36,2	29,0
Residencial/Comercial	11,9	28,7
No energético	11,4	8,0
Total	100,0	100,0
Porcentaje del total de requerimientos de energía primaria en:		
Industria	53,0	44,9
Transporte	21,5	18,5
Residencial/Comercial	14,0	31,7
No energético	11,5	4,9
Total	100,0	100,0
Participación de las fuentes de energía en los requerimientos totales de energía primaria:		
Petróleo	57,5	61,5
Combustible sólido	21,0	25,8
Gas natural	1,1	8,4
Energía nuclear	2,4	1,1
Energía hidroeléctrica	18,0	3,2
Total	100,0	100,0

(a) Cifras correspondientes a 1972.
 (b) Cifras correspondientes a 1971.
 FUENTES: CAMPSA, O. C. D. E. y F. M. I.

Las consecuencias de este impacto para la evolución a corto plazo de la economía española revisten una gran importancia. Los objetivos establecidos para el año 1974 por la política económica anterior a la crisis, articulados sobre el crecimiento del P. N. B. en un 6,5 por 100 en términos reales, una moderación de las alzas de precios y un pequeño superávit de la balanza de pagos, habían de ser sometidos a revisión.

En el terreno de los precios, la política económica anterior a la crisis aspiraba a lograr una paulatina desaceleración de las tasas de inflación a lo largo de 1974, a través de la progresiva moderación de la demanda global y de la política de precios y rentas, ayudada por una tónica descendente de los precios de los alimentos y las materias primas en los mercados mundiales.

Se esperaba lograr una reducción del ritmo de alza de los precios en 3 ó 4 puntos porcentuales, en términos de medias anuales, y, lo que es más importante, se esperaba que el año 1974 concluiría con tasas de inflación bastante moderadas. Pero la crisis del petróleo dio al traste con tales previsiones, porque solo el impacto inicial del alza de los precios de los crudos sobre el deflactor general del P. N. B. podía ser estimado en unos tres puntos porcentuales, y a ello habría que añadir las alzas inducidas a través de las complejas interrelaciones de costes y precios a través de la economía. En estas condiciones, incluso la simple repetición de la tasa de inflación registrada en 1973 se presentaba como un objetivo de muy comprometida consecución, aunque las razones del movimiento alcista fueran en buena medida distintas en uno y otro año.

La política económica se había propuesto como objetivo de crecimiento del P. N. B. durante 1974 un 6,5 por 100 en términos reales. La economía parecía haber tocado el techo del largo auge anterior en los últimos meses de 1973 y todo hacía presagiar una desaceleración que resultaba, por otra parte, conveniente, a fin de aliviar las presiones de demanda del período precedente y moderar paulatinamente las tensiones de precios. La economía se encontraba situada, al finalizar el año 1973, a niveles muy altos de demanda y actividad, de modo que la desaceleración se iniciaría desde cotas muy elevadas; y como, por otra parte, se preveía lenta, parecía razonable aceptar que el P. N. B. en términos reales avanzaría un 6,5 por 100 durante 1974. Sin embargo, la crisis del petróleo vino a alterar tales previsiones. El elemento de incertidumbre que generaba y las amenazas que parecía tender sobre el futuro de determinadas ramas industriales podían afectar directamente a las decisiones de inversión y, por otra parte, éstas se verían debilitadas por el previsible impacto de la crisis sobre la demanda de consumo y las exportaciones. El alza de los precios de los productos petrolíferos había de ejercer un efecto de erosión sobre el crecimiento de las rentas reales disponibles para el gasto y sobre el consumo real, y la notoria inelasticidad-precio, al menos a corto plazo, de la demanda de consumo de numerosos productos petrolíferos había de traducirse en una debilitación del consumo de otros muchos productos. Al propio tiempo, las exportaciones acusarían el movimiento de recesión de la economía mundial, acentuado por la crisis.

En fin, la balanza de pagos había de mostrar un rápido viraje hacia el déficit en las nuevas circunstancias. La etapa de los fuertes superávits hubiera quedado relegada al pasado, incluso sin la crisis del petróleo, y ello había de ser recibido con satisfacción, en cuanto prueba del encauzamiento de las cuentas exteriores hacia condiciones más acordes con el nivel y posibilidades del desarrollo económico español. La reducción del excedente por cuenta corriente que se había registrado en 1973 habría persistido hasta convertirse en un moderado déficit en 1974; y aunque el habitual excedente por cuenta de capital aún hubiera permitido el logro de un superávit en la balanza de pagos global, el espectacular incremento de las reservas exteriores se habría moderado sustancialmente para desaparecer, con alta probabilidad, en 1975. Tal juego previsto de los saldos exteriores quedó, sin embargo, desbaratado por la crisis del petróleo —a la que habría que sumar, por lo demás, el efecto de las nuevas e intensas elevaciones de los precios mundiales de alimentos y materias primas en los últimos meses de

1973 y primeros de 1974—. A los nuevos precios, el coste F. O. B. de importar aproximadamente la misma cantidad de crudos de petróleo pasaría de unos 780 millones de dólares, en 1973, a unos 2.850 millones de dólares, en 1974; y si a esto se añade el efecto del alza de precios de otros alimentos y materias primas de importación, así como las consecuencias de la agravada recesión mundial para las exportaciones, la balanza de mercancías se sumiría en un déficit de tal envergadura, que resultaría imposible financiarlo con los habituales excedentes por servicios y transferencias. Súmense a esto las posibles repercusiones de la recesión mundial sobre el turismo y las transferencias y se llegará a la conclusión de que el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente tendería a pasar del excedente de 461 millones de D. E. G., registrado en 1973, a un déficit situado por encima de los 1.700 millones de D. E. G., en 1974, cifra superior al saldo neto previsible de los movimientos autónomos de capital.

2. La política compensatoria.

Tan profundas alteraciones introducidas por la crisis del petróleo en las perspectivas económicas para el año 1974 obligaban a un replanteamiento de la política económica trazada en los últimos meses de 1973. Parecía inevitable aceptar una lenta desaceleración de la economía a lo largo de 1974 y era imprescindible continuar los esfuerzos encaminados a la contención de las presiones inflacionistas, pues la interconexión de precios y costes continuaba siendo impulsada por unas expectativas alcistas muy consolidadas, respaldadas por una demanda global aún intensa. Sin embargo, la crisis del petróleo introducía nuevos impulsos alcistas en los precios y elementos acusados de recesión en el ritmo de avance real de la economía. Dada la favorable situación de la balanza de pagos española antes de la crisis y la holgura que proporcionaban las abundantes reservas exteriores, las autoridades económicas consideraron razonable distribuir en el tiempo el impacto depresivo de la crisis y desarrollar una política económica compensatoria que limitase sus efectos sobre el ritmo de crecimiento real del P. N. B. y aceptase un déficit de balanza de pagos global financiado con cargo a las reservas exteriores, complementadas con algún grado de financiación adicional buscada en los mercados exteriores. Dicha política, moderadamente expansiva, trataría, por otra parte, de limitar el efecto alcista sobre los precios inducido por el encarecimiento de los crudos de petróleo, manteniendo la política de precios y rentas introducida en 1973 y fijándose unos objetivos de prudente expansión monetaria.

Tal política compensatoria había de girar en torno a la **política fiscal**. En el momento de elaborar el presupuesto del sector público para 1974, las autoridades, que no podían prever el desarrollo de la crisis energética, diseñaron un presupuesto en el que el gasto de las administraciones públicas había de crecer a ritmos similares a los del año anterior y por encima de la tasa de crecimiento esperado en el P. N. B., en tanto que el presupuesto de la Administración Central estaba dominado por la moderación, en un intento de no añadir nuevas presiones inflacionistas, aunque se preveía la posibilidad de gastos adicionales en el caso de que el ritmo de actividad decayera en exceso. El presupuesto de las administraciones públicas programaba

un crecimiento del gasto de alrededor del 23 por 100, que se reducía a un 21 por 100, si se ponían en relación las previsiones para 1974 con la estimación del gasto realizado en 1973. Dentro de este presupuesto general, el de la Administración Central preveía un crecimiento del gasto del 16 por 100 (14 por 100, si se calculaba sobre el gasto realizado en 1973), sustancialmente similar al avance esperado en el P. N. B., en términos monetarios, durante el año.

La Administración Central preveía un avance de sus pagos corrientes en un 18 por 100 y en sus pagos de capital en un 14 por 100 durante el año. Dentro de los gastos corrientes, los gastos de personal crecerían un 18 por 100 —como consecuencia de la elevación en las remuneraciones acordadas o a punto de acordarse para los funcionarios públicos— y los de transferencias aumentarían un 20 por 100 —reflejando principalmente el incremento de la aportación del Estado a la Seguridad Social—. Dentro de los gastos de capital, los incrementos previstos eran similares —14 por 100—, tanto en las inversiones reales como en las de capital. Por otra parte, se abría la posibilidad de realizar gastos de inversión adicionales por un importe de 10.000 millones de pesetas dentro del Fondo de Acción Coyuntural, si la evolución de la economía a lo largo del año lo hiciera aconsejable.

El presupuesto de la Administración Central cubría sus pagos con los ingresos no financieros, por lo que no se preveía la apelación a emisiones de deuda pública. Los ingresos no financieros habrían de aumentar en un 18 por 100, lo cual implicaba una decisión por parte de las autoridades de intensificar suavemente la presión fiscal. Dentro de los ingresos no financieros se estimaba que los ingresos impositivos crecerían en torno a un 23 por 100, en tanto que los no impositivos disminuirían un 5 por 100, a causa de una fuerte baja de los ingresos patrimoniales producida por una caída en los dividendos y participaciones de empresas. El aumento de los ingresos impositivos se basaba especialmente en los impuestos directos, que crecían a fuerte ritmo.

Tales previsiones presupuestarias habían de verse sustancialmente modificadas por la política fiscal compensatoria articulada en respuesta a la crisis energética. Tal compensación podía buscarse por dos vías: bien aumentando el gasto público en bienes y servicios, bien mediante subvenciones y reducciones de impuestos encaminadas a paliar la erosión que sobre las rentas reales del público había de ejercer la elevación de los precios, así como los incrementos de costes que habían de producirse en el año. La primera vía ofrecía la ventaja de un efecto multiplicador más alto y rápido, pero tenía el inconveniente de actuar en un sentido peligroso para los deseos de contención del alza de los precios. La segunda vía buscaba el efecto expansivo por un camino más indirecto, pero tenía la ventaja de colaborar a la tarea de contener el alza de los precios y los costes. De hecho, la política compensatoria articulada ha sido una composición de ambas vías.

Así, por una parte, se fijaron unos precios para los productos petrolíferos que suponían la renuncia, en 1974, a los ingresos presupuestarios procedentes de la renta del monopolio de petróleos, cifrados en 26.000 millones de pesetas en el presupuesto inicial. Esto, junto a la

aplicación de las rebajas arancelarias acordadas en enero y abril —que podían suponer unos 4.000 millones de pesetas—, llevaba a una pérdida de ingresos que cabía estimar en torno a los 30.000 millones de pesetas.

Al mismo tiempo, se procedía a la instrumentación de medidas que significaban incrementos apreciables en las cifras de gasto previstas. Así, se anunciaba la puesta en marcha de la utilización del Fondo de Acción Coyuntural, que supondría cerca de 10.000 millones de pesetas adicionales de inversión pública, seleccionada en función de su rápida traducción en gasto efectivo, y se instrumentaba un crédito extraordinario por valor de unos 11.000 millones de pesetas para aumentar la aportación estatal a la Seguridad Social, a fin de cubrir el déficit de esta última, al retrasarse la aplicación de las nuevas bases de cotización desde abril a julio y elevarse las pensiones con efecto de 1 de mayo. Con ello se trataba de aplazar el efecto de la subida de las cotizaciones sobre los costes empresariales y, por tanto, sobre los precios, al tiempo que se frenaba el daño que el consumo real había de derivar de las subidas de precios que erosionaban unas rentas monetarias controladas en su crecimiento. Con el mismo fin de moderar incrementos de costes, se concedía una subvención de 1.500 millones de pesetas al sector pesquero. Por otra parte, se suplementaba el crédito para las atenciones del Fondo Nacional de Asistencia Social (destinado a pagar pensiones a los ancianos no cubiertos por el régimen de la Seguridad Social) en 3.000 millones de pesetas. Todo ello suponía un crecimiento del gasto en unos 25.500 millones de pesetas sobre lo inicialmente previsto. Y aún habrá que sumar el coste derivado de la próxima mejora de clases pasivas y elevación del sueldo base de los funcionarios públicos, que cabe estimar en unos 14.000 millones de pesetas para este año.

Las indicadas pérdidas de ingresos y los incrementos de gastos señalados llevarían, en principio, a un déficit presupuestario del orden de los 70.000 millones de pesetas. Sin embargo, rendimientos superiores a los presupuestados en una amplia gama de impuestos —como consecuencia de las elevaciones de precios y rentas monetarias— permitirán reducir el saldo negativo presupuestario a unos 20.000-25.000 millones en el año. En cualquier caso, las medidas fiscales compensatorias han transformado el presupuesto inicialmente neutral en un presupuesto de signo expansivo. Por otra parte, la política compensatoria se ha expresado, al margen del presupuesto, en importantes operaciones encaminadas a intervenir y subvencionar una serie de productos (harina de soja, maíz, azúcar, aceite de oliva, trigo, etc.), con el fin de contener los precios, y cuyo coste cabe estimar en casi 25.000 millones de pesetas. Es importante subrayar que los efectos monetarios expansivos de estos déficits públicos quedan sustancialmente compensados por el déficit previsto en la balanza de pagos y constituyen simplemente un cauce que facilita el avance de los activos líquidos del sistema bancario en la medida requerida para hacer posibles los moderados objetivos propuestos a la política monetaria.

El efecto compensador de la política así diseñada puede estimarse en unos dos puntos porcentuales del P. N. B. y, en estas condiciones, el objetivo de crecimiento del P. N. B. en términos reales quedaba situado en torno a un 5,5 por 100 para 1974, ritmo inferior al previsto antes de

la crisis energética, pero apreciablemente más elevado que el que se hubiera alcanzado, tras la crisis, en ausencia de medidas compensatorias. Se aceptaba que el consumo real, erosionado por el alza de los precios, crecería algo menos que el P. N. B. en términos reales, pero se esperaba el mantenimiento promedio de un ritmo aceptable de inversión.

Tales objetivos de crecimiento real implicaban la aceptación de un voluminoso déficit en la **balanza de pagos** por cuenta corriente, que tampoco se pretendía reducir mediante un reforzamiento del proteccionismo comercial o a través de una depreciación competitiva de la peseta. Antes al contrario, las autoridades económicas, dispuestas a utilizar el amplio margen que ofrecían las voluminosas reservas internacionales del país, decidieron buscar en el sector exterior alguna contribución a la estabilidad interna. Y así, se mostraron dispuestas, el 18 de enero, a adoptar una suspensión por tres meses de una amplia gama de derechos arancelarios a la importación en un 5 por 100, que fue sustituida por una suspensión de derechos arancelarios por tres meses en un 10 por 100, el 5 de abril. Y, en la misma línea, la decisión, el 22 de enero, de desligar la peseta de las amplias fluctuaciones del dólar —que habían llevado a la divisa española a una clara sobrevaluación en los últimos meses de 1973 y los primeros días del año actual— no fue seguida de una política encaminada a provocar una devaluación competitiva de la peseta; por el contrario, las intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios mantuvieron la cotización de la peseta, a través de las fluctuaciones de las distintas monedas, a un tipo de cambio medio efectivo no inferior a su nivel medio a lo largo de 1973, aceptando la consiguiente pérdida de reservas exteriores.

Con los objetivos de crecimiento indicados y la política seguida en el sector exterior, cabía estimar que el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente arrojaría en 1974 un déficit situado en torno a los 125.000 millones de pesetas, es decir, unos 1.785 millones de D. E. G. y unos 2.155 millones de dólares, cifras que hay que comparar con el excedente corriente registrado en 1973 de 32.300 millones de pesetas, 461 millones de D. E. G. o 557 millones de dólares. Tal resultado correspondía a una previsión de crecimiento de las importaciones de mercancías en torno a un 46 por 100 en términos de valor, y de un avance del valor de las exportaciones en un 25 por 100, situándose así el crédito de la balanza de mercancías en 366.000 millones de pesetas o 5.230 millones de D. E. G., frente al déficit de 205.700 millones de pesetas o 2.938 millones de D. E. G. registrado en 1973. Más de 120.000 millones de pesetas de este incremento del déficit habría que atribuirlo al incremento de los pagos del petróleo. Los servicios, por su parte, arrojarían un superávit de 153.000 millones de pesetas (2.185 millones de D. E. G.), frente al excedente de 156.300 millones de pesetas (2.232 millones de D. E. G.) alcanzado en 1973, puesto que los efectos de la crisis del petróleo sobre las corrientes turísticas reales se preveían apreciables, haciendo que, en las estimaciones, los ingresos por dicho concepto solo avanzaran en un 5 por 100 respecto del año anterior. Por la misma causa, se preveía que los ingresos por transferencias corrientes solo aumentarían un 8 por 100 en 1974, proporcionando un superávit de 88.000 millones de pesetas (1.257 millones de D. E. G.) por este concepto. En su conjunto, la balanza de pagos española por cuenta corriente pasaba de una confortable posición excedentaria en 1973 a un acusado déficit en 1974, ampliamente superior a los ingresos

netos por movimientos autónomos de capital que cabía esperar para el año. Ello había de suponer, naturalmente, la aceptación de una apreciable pérdida de las abundantes reservas exteriores del país; si bien las autoridades estimaron conveniente limitar en el tiempo el ritmo de tal proceso mediante la apelación a la financiación exterior a través de un conjunto de empresas públicas o semipúblicas (I. N. I., RENFE, Telefónica). De este modo, cabía esperar que la pérdida de reservas a lo largo de 1974 se situara en una cifra que podía estimarse en torno a los 700 ó 800 millones de dólares.

Finalmente, la **política monetaria** había de fijarse unos objetivos coherentes con los perseguidos por el resto de la política económica. Por las razones ya indicadas en el Capítulo III de este Informe, dichos objetivos se establecieron en términos de tasas de crecimiento de las disponibilidades líquidas del público, en cuanto magnitud especialmente relevante para las decisiones de gastos del sector privado. Dados el ritmo previsto de crecimiento del P. N. B. en términos reales en el año y la consideración de que una tasa interanual de avance del deflactor general de precios cercana al 12 por 100 podía ser tratada como un objetivo razonable que las perspectivas a más largo plazo de la economía aconsejaban no superar, la tasa-objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas en el año se fijó entre los límites de un 18 y un 20 por 100. Como el crecimiento real de la economía y los impulsos alcistas de los precios serían más intensos en la primera parte del año que en la segunda, el objetivo anual indicado resultaba compatible con una tasa algo mayor en el primer semestre, que dejaría paso a una tasa menor en la segunda parte del año. Adviértase que el objetivo propuesto a la política monetaria aspiraba a ejercer un efecto neto de contención sobre los precios y no se limitaba a satisfacer pasivamente la demanda de liquidez del sector privado derivada de cualquier ritmo de inflación.

Como se ha expuesto en el Capítulo III, las autoridades han de perseguir el logro de un determinado objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas actuando indirectamente sobre los «activos netos del sistema bancario», de modo que la suma del incremento de éstos y del incremento de los «activos netos del Banco de España» —determinado básicamente por los superávits o déficits de la balanza de pagos y del sector público— conduzca a la tasa deseada de crecimiento de las disponibilidades líquidas. Esto significa —como ya se indicó en el Capítulo mencionado— que la fijación de un objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas no es compatible con el establecimiento de un objetivo de crecimiento de los «activos netos del sistema bancario» con independencia de la evolución de los «activos netos del Banco de España». En efecto, una tasa dada de crecimiento de las disponibilidades líquidas se alcanzará con tasas de expansión de los «activos netos del sistema bancario» tanto más elevadas cuanto menor sea la simultánea expansión de los «activos netos del Banco de España». Pues bien, dadas las previsiones de déficit en la balanza de pagos y en el sector público, que tendían a compensarse en buena medida a efectos de la evolución de los «activos netos del Banco de España» durante el año, la tasa de crecimiento del crédito bancario coherente con la tasa de expansión deseada para las disponibilidades líquidas se situaba en torno al 23 ó el 25 por 100 para el año. Obsérvese, sin embargo, que, por las razones señaladas, esta tasa de crecimiento

del crédito había de entenderse no como un objetivo, sino como una referencia intermedia susceptible de frecuentes modificaciones, atendiendo a la simultánea evolución de los sectores exterior y público. En cualquier caso, el previsible juego temporal de los saldos de la balanza de pagos y del sector público implicaba la aceptación de un ritmo de crecimiento del crédito bancario superior en la primera parte del año al de la segunda.

Para conseguir que el crédito bancario se desplegara a lo largo del año de un modo compatible con el objetivo fijado en términos de tasas de crecimiento de las disponibilidades líquidas, dada la evolución previsible del sector público y del sector exterior, las autoridades habían de regular la evolución temporal de los activos líquidos del sistema bancario o, más exactamente, del exceso de esos activos líquidos sobre la parte de los mismos retenida por los coeficientes legales de caja y otros depósitos obligatorios. Dados los incrementos previsibles de las tenencias de efectivo en manos del público y los resultados esperados en los saldos de la balanza de pagos y del sector público, era obvio que las autoridades sólo lograrían el ritmo de avance deseado de las disponibilidades líquidas, si estaban dispuestas a contribuir a la creación de activos líquidos a lo largo del año, a través de créditos del Banco de España a la banca, en la cuantía adecuada, o si operaban una reducción de la liquidez retenida por los coeficientes legales. De hecho, se siguieron ambos caminos, como enseguida se verá.

En el Capítulo III de este Informe se ha señalado ya que, tras la presión ejercida sobre la liquidez bancaria desde las últimas semanas de octubre de 1973, las autoridades, considerando que ya se había logrado la desaceleración monetaria que perseguían, pasaron, en el mes de diciembre, a una actitud más expansiva, expresada en una redefinición del coeficiente de caja que implicaba un ligero descenso del mismo y en la transitoria reducción del coeficiente encaminada a aliviar las tensiones de liquidez de fin de año determinadas por las retiradas estacionales de efectivo por el público.

El retorno de dicho efectivo hacia la banca mejoró la situación de liquidez de ésta durante el mes de enero, a pesar de que el coeficiente legal de caja volvió a situarse en su nivel inicial tras la transitoria reducción señalada. Pero las autoridades, una vez definidos los objetivos monetarios para 1974, decidieron disipar la incertidumbre que sobre una provisión adecuada de liquidez durante el año pudiera albergar la banca en vista de la restricción operada en los meses pasados y de las previsiones de importante drenaje de activos líquidos, como consecuencia del déficit de la balanza de pagos. Y así, el Banco de España procedió a ampliar las líneas de redescuento ordinario en 5.118 millones de pesetas el 29 de enero, en 5.115 millones el 25 de febrero y, en fin, en 5.666 y 5.666 millones los días 12 y 28 de marzo, respectivamente. Debe señalarse que una parte de esas inyecciones de liquidez tenía por objeto compensar el drenaje de activos líquidos derivado del nuevo sistema de exigencia del coeficiente de inversión, con efectividad desde el 15 de marzo, que supuso depósitos de la banca en la Caja General de Depósitos por un importe de 6.711 millones de pesetas, en marzo, y de 4.887 millones adicionales, en abril (1). Por otra parte, al comenzar el mes de marzo entró en vigor el nuevo

(1) Véase, sobre esta medida, el Capítulo III, epígrafe 8.

sistema de cómputo del coeficiente legal de caja, cuya mayor flexibilidad implicaba una reducción efectiva del mismo de difícil cuantificación (1). De este modo, la banca se encontró, en los primeros meses de 1974, en una situación confortable de liquidez.

3. La evolución de la economía en el primer cuatrimestre de 1974.

La superposición de la crisis energética al excepcional período inflacionista de los últimos años ha creado una situación incierta y de dudosa interpretación en el panorama económico mundial. La compleja interacción de elementos de inercia heredados del pasado, nuevos impulsos y alteraciones bruscas de expectativas, capaces de afectar al nivel de demanda o de desplazarla apreciablemente en el tiempo, hacen de los primeros meses de 1974 un período de diagnóstico económico particularmente difícil.

Lo primero que hay que destacar en relación con la evolución de la economía española durante los primeros meses del año actual es el mantenimiento de ritmos de aumento en la actividad productiva similares a los registrados en el último trimestre de 1973. El índice de producción industrial ha mostrado, en el primer trimestre de 1974, y a causa de la coincidencia de un descenso del índice en diciembre y de un fuerte aumento del mismo en enero, no solo un ritmo firme de avance, sino incluso una aceleración respecto del trimestre anterior, situándose la tasa de crecimiento anual en el período, en base a ritmos intertrimestrales sobre cifras desestacionalizadas, en un 25,5 por 100, tasa que desciende a un 14,3 por 100 al tomarse el trimestre febrero-marzo-abril sobre los tres meses precedentes. Esta tasa, aunque pudiera indicar una

CUADRO V-2

Indices de producción industrial y de edificación y construcción

	1973			1974	
	II	III	IV	I	Febrero-marzo-abril
Indice de producción industrial	321,2	330,8	341,9	361,9	361,2
Tasa intertrimestral (a)	8,9	12,5	14,1	25,5	14,3
Tasa interanual (b)	14,6	15,7	13,4	15,1	14,9
Indice edificación y construcción	277,6	284,5	285,5	295,1	287,5
Tasa intertrimestral (a)	21,0	10,3	1,4	14,1	— 7,8
Tasa interanual (b)	21,1	23,3	13,8	11,5	7,1

(a) Trimestre sobre trimestre anterior elevado a tasa anual.
(b) Media de cada trimestre, dividida por la de igual período del año anterior.

(1) Véase, sobre esta medida, el Capítulo III, epígrafe 8.

cierta desaceleración en el conjunto de los tres últimos meses citados, es superior a la registrada en los dos últimos trimestres de 1973. El conjunto de meses comprendidos entre enero y abril presenta un crecimiento del 15 por 100 sobre igual período de 1973, avance similar al que registró el conjunto de 1973 sobre el año anterior. (Véase cuadro V-2.)

El índice de edificación y construcción también señala, por su parte, en el primer trimestre, una tasa anual de avance elevada, 14,1 por 100, superior a las registradas en el tercero y cuarto trimestres de 1973. La tasa intertrimestral pasa a ser negativa, si se toman los meses de febrero-marzo-abril, lo cual se debe a las disminuciones experimentadas por el índice en los meses de febrero y marzo, puesto que en abril el índice ha mostrado una fuerte recuperación. En el período enero-abril, el índice de edificación y construcción creció un 10,3 por 100 sobre el índice medio de igual período del año precedente, lo cual, si se compara con el 15 por 100 del índice de producción industrial, refleja un cierto retroceso de la construcción con relación al conjunto de la actividad productiva total. (Véase cuadro V-2.) Si consideramos estos sectores como especialmente relevantes para la determinación del nivel global de actividad a corto plazo, habrá que concluir que la economía ha continuado viviendo en gran parte, en los primeros meses de 1974, el clima de expansión productiva característico de los dos años anteriores. La industria se ha mantenido, por tanto, en su conjunto, a muy elevados niveles de utilización de la capacidad productiva —afirmación que requiere, sin embargo, alguna reserva respecto de la industria de consumo— y el mercado de trabajo ha continuado en una situación correspondiente al pleno empleo de la mano de obra disponible. Dentro de esta tónica, el paro estimado (desestacionalizado) ha detenido su descenso —en el primer trimestre suponía un 1,13 por 100 de la población activa— y ha iniciado una suave elevación, cuya significación es aún escasa —en mayo, la cifra desestacionalizada del paro estimado total ascendió al 1,24 por 100 de la población activa—, y que tal vez pueda explicarse en conexión con la importante reducción, estimada en casi un 40 por 100, del ritmo de emigración neta, reflejo de la falta de absorción de los mercados de trabajo europeos. Finalmente, el vivo ritmo de actividad interior se ha traducido en fuertes incrementos de las importaciones, que si bien son, en alta medida, simples incrementos de valor debidos a la elevación de los precios de los crudos y de otros alimentos y materias primas, también encierran avances importantes en los ritmos de compras en términos reales de alimentos, materias primas y bienes de equipo.

El panorama de notable expansión de la actividad productiva durante los primeros meses de 1974, que todos los indicadores y estadísticas disponibles concuerdan en señalar, no solo supone una desviación, por su ímpetu, respecto de las previsiones generalmente mantenidas a principios de año, sino que contrasta con la tónica de paulatino empeoramiento de las expectativas, persistentemente reflejada en las encuestas empresariales. En efecto, las encuestas de Coyuntura Industrial —véase gráfico II-7 y II-11— muestran, desde los últimos meses de 1973, un claro deterioro en las opiniones empresariales respecto de la cartera de pedidos y las previsiones sobre producción y acusan una paulatina elevación del nivel de existencias. El proceso no se presenta, desde luego, como uniforme para los diversos sectores industriales. Las industrias de bienes intermedios y de bienes de inversión registran un descenso suave de las carteras

de pedidos y de las expectativas de producción, manteniéndose aún, unas y otras, a niveles elevados; y las existencias en dichos sectores industriales crecen con gran moderación y aún están situadas por debajo del nivel considerado como normal. Las industrias de bienes de consumo muestran, por su parte, un empeoramiento más rápido y acusado en las carteras de pedidos y las expectativas sobre producción y un incremento más fuerte de las existencias; y aunque los niveles en que se mueven estos indicadores cualitativos son aún satisfactorios en su conjunto, son bastante menos favorables que en los sectores de bienes intermedios y de inversión. Esta distinta tónica en la situación y perspectivas de los diversos sectores industriales se refleja también en la evolución del grado de utilización de la capacidad productiva —véase gráfico II-9—, que ha venido descendiendo en las industrias de consumo durante los últimos meses mientras se mantenía aproximadamente estable y a un nivel más alto en el sector de bienes de inversión. Descendiendo, en fin, a un mayor detalle, se observa que el debilitamiento en la cartera de pedidos del sector de consumo durante los primeros meses del año actual es especialmente intenso en el subsector de bienes de consumo duradero y de transporte, tras su espectacular mejora en la segunda parte de 1973, y, de otro lado, se advierte un acusado debilitamiento en la cartera de pedidos extranjeros del conjunto de la industria, también aquí algo más intenso y a más bajos niveles en el sector de consumo. Para completar este examen de la evolución de las opiniones empresariales, señalaremos que, en el sector de la construcción, dichas opiniones indican una pérdida de vigor en el ritmo de obra realizada y un debilitamiento muy intenso de la obra contratada desde los últimos meses de 1973.

Este esquema de opiniones empresariales permite esbozar un cuadro caracterizado por una demanda efectiva en lento y paulatino proceso de desaceleración, pero que, partiendo de la elevada presión alcanzada en el auge anterior, conserva aún intensidad e inercia bastantes para suscitar altos ritmos de actividad productiva durante algún tiempo. Dentro de esa tendencia básica, la demanda de inversión en capital productivo fijo ha mantenido su pujanza durante los primeros meses de 1974, probablemente porque ese elemento de inercia antes señalado es especialmente relevante en este componente de la demanda, donde hay grandes planes de inversión en marcha y donde, tras un largo período de auge con intensas presiones sobre el techo de la capacidad productiva, los pedidos acumulados y aún no satisfechos pueden mantener la actividad del sector de inversión a elevado nivel durante bastante tiempo. Igualmente importante es el elemento de inercia en el sector de la construcción, cuyo aún alto nivel de actividad parece estar basado en mucha mayor medida en obra heredada del pasado que en nuevas contrataciones. La demanda de consumo acusa un cierto debilitamiento que, siendo menores los factores de inercia, se refleja en la actividad productiva con menor retraso. En efecto, aunque las rentas monetarias han avanzado con rapidez, la demanda de consumo en términos reales ha debido verse apreciablemente afectada por la erosión impuesta por las alzas de precios al poder adquisitivo de las rentas monetarias. En el caso de los bienes de consumo duradero y de transporte, la debilitación de la demanda observada en los últimos meses debe de tener parcialmente su causa en el adelantamiento de la demanda que se registró en los últimos meses de 1973, ante una perspectiva cierta de alzas de precios al iniciarse el año actual. A ello hay que sumar, sin duda, en el caso del automóvil, el efecto del encareci-

miento de la gasolina. Las exportaciones, en fin, han mostrado en su componente industrial, durante los primeros meses del año, ritmos de avance satisfactorios, aunque la debilitación de la cartera de pedidos extranjeros pueda suscitar preocupaciones para el futuro.

Este esbozo de la dispar tónica de los diversos componentes de la demanda parece confirmado por los restantes indicadores disponibles. Los índices de producción muestran una mayor pulsación en los subsectores cercanos a la inversión que en los orientados al consumo; los consumos de acero, energía eléctrica y cemento registran tasas de avance sustanciales y el índice de inversión en bienes de equipo acusa ritmos de crecimiento elevados.

Es dudoso, sin embargo, que la fortaleza del nivel de producción, el fuerte ritmo de crecimiento de las importaciones y la intensa demanda de crédito durante los primeros meses de 1974 puedan explicarse adecuadamente sin atender a un último componente de la demanda de especial relevancia en los movimientos a corto plazo: la acumulación de existencias. La crisis energética y las nuevas elevaciones en los precios de numerosas materias primas, en un clima de escasez en los mercados mundiales, han exacerbado las expectativas inflacionistas de cara al año 1974 y han debido de inducir a las empresas a acumular existencias en un proceso de desplazamiento de dinero a bienes tanto de producción nacional como de importación —con el aliciente adicional, en este último caso, de las suspensiones transitorias y parciales de derechos arancelarios que antes se han indicado—. Es inútil tratar de precisar la intensidad de este fenómeno con la información disponible; pero ello no disminuye su potencial importancia. Adviértase que tal proceso implica un adelantamiento temporal de la demanda y es, por su propia naturaleza, pasajero; por consiguiente, si el fenómeno ha sido importante durante los primeros meses de 1974, como muchas informaciones dispersas tienden a sugerir, el mantenimiento de un alto nivel de la actividad productiva y de las importaciones contiene un elemento transitorio, cuya desaparición en el próximo futuro conducirá a una evolución de la producción más acorde con las tendencias básicas de la demanda efectiva y a una desaceleración en las tasas de avance de las importaciones.

La presión soportada por la **balanza de pagos** durante los primeros meses del año ha sido muy intensa. Las importaciones de mercancías han acelerado muy rápidamente su tasa anual de crecimiento hasta abril, mes en el que el valor (desestacionalizado) de las importaciones (C. I. F., aduanas) alcanzó la cifra «record» de 79.138 millones de pesetas, que hay que comparar con la cifra media situada en torno a los 51.000 millones de pesetas, registrada en el período agosto-noviembre de 1973. El valor de las importaciones en el primer cuatrimestre del año fue un 58 por 100 superior al de análogo período de 1973 (incremento absoluto de unos 98.000 millones de pesetas).

Este incremento del valor de las importaciones hay que atribuirlo, en buena medida, al encarecimiento de los crudos de petróleo, cuyas compras han avanzado en enero-abril de 1974 un 11 por 100 en términos físicos respecto de análogo período de 1973, en tanto que su valor aumentaba en un 216 por 100 entre ambos períodos, con un aumento absoluto de más de 36.000 mi-

lones de pesetas. Sin embargo, las elevaciones de precios de otros numerosos productos alimenticios y materias primas han contribuido también, en cuantía sustancial, a la aceleración en valor de las importaciones. Excluido el petróleo, las restantes importaciones han crecido en valor (C. I. F., aduanas) un 40 por 100 entre los primeros cuatrimestres de 1973 y 1974; y de ese crecimiento, puede estimarse que casi un 22 por 100 corresponde a elevaciones de precios. Con todo, también el avance de las importaciones en términos reales (excluido el petróleo) ha sido importante, situándose cerca de un 15 por 100 en el primer cuatrimestre, respecto del mismo período del año anterior, y con tendencia a acelerarse en marzo y abril. Han sido importantes los incrementos reales en las compras de productos agrícolas (maíz, semillas oleaginosas, leche, pescado, tabaco y algodón; aunque ha descendido sustancialmente la importación de carne), materias primas y productos intermedios (madera, caucho, productos químicos, cobre), maquinaria y material de transporte —que, tras una ligera desaceleración, han incrementado sus ritmos desde marzo de acuerdo con la animación general de la actividad inversora—.

CUADRO V-3

Tasas de variación de las importaciones

(Variaciones obtenidas a partir de medias trimestrales y elevadas a tasa anual)

	Variación de valor	Variación de precios	Variación en términos reales
Importaciones totales:			
1973, IV	54,9	54,7	— 0,3
1974, I	111,9	59,3	33,0
Importaciones totales, excluido petróleo:			
1973, IV	51,9	43,7	5,7
1974, I	69,8	19,1	43,0
Importaciones de alimentos:			
1973, IV	40,2	26,0	11,4
1974, I	— 30,0	— 60,7	78,3
Importaciones de productos sin elaborar:			
1973, IV	95,9	39,9	40,2
1974, I	276,7	60,1	135,4
Importaciones de bienes intermedios:			
1973, IV	26,5	10,0	15,1
1974, I	144,0	58,5	53,6
Importaciones de bienes de capital:			
1973, IV	43,8	12,2	28,0
1974, I	39,4	9,4	27,4
Importaciones de bienes de consumo:			
1973, IV	106,2	22,6	68,0
1974, I	— 4,2	— 2,9	— 1,4
Importaciones de energía, combustibles y lubricantes:			
1973, IV	70,9	137,7	— 28,0
1974, I	650,0	811,7	— 17,7

Las comparaciones de las cifras de un período con las del mismo período del año anterior tienen, sin embargo, serias limitaciones cuando se trata de analizar los movimientos de aceleración o desaceleración registrados en meses recientes —que son los movimientos que tienen un verdadero significado coyuntural—. Para este tipo de análisis tienen mucho más sentido las tasas de variación obtenidas a partir de medias intertrimestrales. Por ello, en el cuadro V-3 se reproducen las tasas de variación, en términos de tasas anuales, obtenidas por el Servicio de Estudios del Banco de España en base a medias intertrimestrales y referidas a las importaciones en el último trimestre de 1973 y el primero de 1974.

Dicho cuadro permite observar que si bien el aumento de los precios (excluido el petróleo) ha registrado un ritmo vivo en el primer trimestre de 1974 —con una intensa aceleración en los precios de las materias primas y los bienes intermedios—, el ritmo de crecimiento real de las importaciones (excluido el petróleo) ha mostrado una aceleración muy fuerte, centrada en los alimentos, las materias primas y los bienes intermedios. Se expresa así, a través de las importaciones, el intenso proceso de constitución de existencias que, como se indicó antes, ha caracterizado a los primeros meses de 1974. Al propio tiempo se observa el mantenimiento de las fuertes tasas de incremento de las importaciones de bienes de equipo, heredadas de 1973. Las tendencias apuntadas se mantienen en abril, si bien en este mes se registró un fuerte aumento en las cantidades importadas de petróleo.

Las exportaciones de mercancías han registrado en los primeros meses del año una tónica satisfactoria, si bien el avance ha de atribuirse a las exportaciones no agrícolas, pues las agrícolas se han mantenido en una situación de estancamiento. En el primer cuatrimestre, el valor (F. O. B., aduanas) de las ventas al exterior ha presentado un avance del 29,8 por 100 respecto del mismo período del año anterior, correspondiendo a las exportaciones agrícolas una tasa del 6 por 100, a las de productos minerales, un ritmo del 56,9 por 100, y a los restantes productos no agrícolas, una tasa cercana al 40 por 100. Las limitaciones oficiales a la exportación de aceite, los efectos de los fuertes temporales sobre las entregas de tomates y la mediocre campaña de exportación de agrios (descenso de las ventas en 279.180 toneladas —aproximadamente, un 15 por 100— hasta mediados de mayo, respecto de análogo período del año anterior) explican, en buena medida, el estancamiento de las ventas al exterior de productos agrícolas. Por el contrario, las exportaciones de productos químicos y plásticos, maquinaria y material de transporte han registrado crecimientos superiores a la tasa media del total de las exportaciones, siendo más moderado el avance de las manufacturas de consumo. Las elevaciones de precios hacen, naturalmente, que las tasas de crecimiento real sean muy inferiores a los ritmos de aumento de las ventas en valor. Esto es especialmente cierto en el caso de las ventas de productos minerales, constituidos básicamente por derivados del petróleo: en los primeros cuatro meses de 1973 se exportaron 2,1 millones de toneladas de dichos productos, por un valor de 4.000 millones de pesetas; en el mismo período del año actual, unas ventas de 1,3 millones de toneladas (muy concentradas en abril) han proporcionado 7.400 millones de pesetas.

En conjunto, el saldo de los movimientos de mercancías con el exterior durante el período enero-abril de 1974 arroja, según las cifras de la Dirección General de Aduanas, un déficit de 141.509 millones de pesetas, superior en unos 68.700 millones al registrado en el mismo período de 1973. El valor de las importaciones y las exportaciones fue, respectivamente, de 267.475 y 125.966 millones de pesetas en el cuatrimestre de referencia, frente a 169.756 y 97.031 millones de pesetas en el mismo período del año anterior.

En términos de balanza de caja, el renglón de mercancías ha arrojado en enero-abril de 1974 un déficit de 123.000 millones de pesetas, que cabe comparar con el de 50,6 registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos por exportaciones han avanzado un 26 por 100, pero los pagos han crecido un 65 por 100 entre ambos períodos. Los servicios han mostrado, en el mismo período de 1974, un excedente de 44,6 miles de millones de pesetas, frente al saldo

CUADRO V-4

Balanza de caja (Saldos)

Miles de millones de pesetas

	Enero-Abril de 1973	Enero-Abril de 1974
1. Mercancías y oro no monetario	— 50,6	— 123,0
2. Servicios	40,7	44,6
3. Bienes y servicios (1 + 2)	— 9,9	— 78,4
4. Transferencias	20,2	15,9
5. Balanza por cuenta corriente (3 + 4)	10,3	— 62,5
6. Capital privado a largo plazo	22,2	18,3
7. Capital público a largo plazo	— 1,0	2,0
8. Capital a largo plazo (6 + 7)	21,2	20,3
9. Balanza básica (5 + 8)	31,5	— 42,2

positivo de 40,7 miles de millones alcanzado en el primer cuatrimestre del pasado año. Los ingresos por turismo, partida dominante de los servicios en la generación de entradas de divisas, solo han avanzado un 3 por 100 entre ambos cuatrimestres. Las transferencias corrientes, en fin, han arrojado un superávit de 15,9 miles de millones de pesetas en los cuatro primeros meses del año actual, frente al excedente de 20,2 alcanzado en el mismo período de 1973. En su conjunto, la fuerte acentuación del déficit por mercancías, la desaceleración del turismo y el retroceso (20 por 100) en los ingresos brutos por transferencias —fenómenos, estos dos últimos, ligados a la tónica recesiva mundial (1)— han determinado un déficit de caja en la balanza por cuenta corriente de 62,5 miles de millones de pesetas en los cuatro primeros meses de 1974,

(1) En el caso de las remesas de emigrantes han debido de influir también en los resultados las incertidumbres cambiarias.

que hay que comparar con el superávit de 10,3 miles de millones de pesetas obtenido en el mismo período de 1973.

Simultáneamente, el saldo neto de caja correspondiente a los movimientos de capital a largo plazo se ha mantenido estable, aproximadamente, pasando de un excedente de 21,2 miles de millones de pesetas, en el primer cuatrimestre de 1973, a uno de 20,3, en el mismo período de 1974. Los ingresos por capital a largo plazo han avanzado en el período casi un 9 por 100, pero los pagos por el mismo concepto se han incrementado en un 17 por 100. En resumen, aplicando impropriamente el concepto de balanza básica a los renglones examinados de la balanza de caja, cabe decir que ha registrado un déficit de 42,2 miles de millones de pesetas en el primer cuatrimestre de 1974, frente al superávit de 31,5 obtenido en el mismo período del año anterior. Esta es la causa de la pérdida de reservas exteriores por un importe de 498,3 millones de dólares en el primer cuatrimestre del año 1974, poniendo término definitivo al largo período de acumulación precedente. La esperada evolución descendente de los precios internacionales de las materias primas en los próximos meses, que parece haberse iniciado en abril y mayo, la previsible desaceleración del nivel de actividad interior y la superación del proceso de acumulación de existencias, a que antes se ha hecho referencia, permitirán una evolución de la balanza de pagos en el resto del año previsiblemente más tranquila que en los primeros meses transcurridos.

La aceleración del **proceso de alza de precios**, heredado del pasado, como consecuencia de la crisis energética, había de mostrar su máxima intensidad durante los primeros meses de 1974 en todos los países. El cuadro V-5 da buena idea de esa aceleración en el primer trimestre del año y del nivel en que están situadas las tasas de inflación en un buen número de

CUADRO V-5

La aceleración de las alzas de precios (a)

	1973		1974
	Segundo trimestre	Cuarto trimestre	Primer trimestre
Canadá	7,4	9,1	9,7
Estados Unidos	5,4	8,5	9,9
Japón	10,9	15,0	22,0
Francia.	7,0	8,5	11,5
Alemania	7,2	7,3	7,4
Italia	11,0	11,6	14,5
Gran Bretaña	9,4	10,3	12,9
España	10,9	14,0	14,7

(a) Tasas de incremento en los precios al consumo en los trimestres indicados, sobre los mismos períodos del año anterior.

países; aunque las dificultades ajenas pueden ofrecer escaso consuelo respecto de los problemas propios, tal cuadro ofrece, al menos, un marco general al tema de la evolución de las alzas de precios en los meses pasados, en España.

Las medidas anti-inflacionistas adoptadas en el otoño de 1973 tuvieron algún efecto moderador sobre la tasa de inflación medida a través del índice del coste de la vida. En términos de tasas anuales basadas en comparaciones intertrimestrales sobre cifras desestacionalizadas, la tasa de avance del índice del coste de la vida pasó del 16,6 y el 17,5 por 100, en el segundo y el tercer trimestre de 1973, al 12,8 por 100, en el último trimestre del pasado año, y al 12,1 por 100, en el primer trimestre del año actual. El cuadro V-6-a permite advertir, sin embargo, que tal desaceleración corrió a cargo, principalmente, del componente de alimentación, que era, por otra parte, el que había reflejado tensiones inflacionistas más fuertes a lo largo de 1973, en tanto que los componentes no alimenticios (excepción hecha de «gastos diversos») mostraban incluso una aceleración en los últimos meses del pasado año. Esta aceleración se expresó aún con mayor fuerza en la simultánea evolución de los precios industriales en el índice de precios al por mayor, cuyo componente alimenticio apenas registró, por lo demás, desaceleración alguna.

Sobre esta situación inflacionista, alimentada por una demanda interior aún intensa, elevaciones de costes, expectativas alcistas muy consolidadas y continuos incrementos de los precios de importación, vino a percutir el grueso de la incidencia del encarecimiento del petróleo en los

CUADRO V-6-a

Evolución de los precios: Tasas intertrimestrales (a)

Indices desestacionalizados

	1973			1974		
	II	III	IV	I	Febrero, marzo, abril	Marzo, abril, mayo
Indice general del coste de la vida	16,6	17,5	12,8	12,1	17,0	21,4
Alimentación	21,8	21,3	13,1	4,7	10,9	14,4
Vestido y calzado	16,7	15,7	23,8	17,4	17,2	19,9
Vivienda	13,1	9,6	15,0	14,6	13,7	12,9
Gastos de casa	7,8	13,7	14,6	24,7	33,6	43,4
Gastos diversos	11,0	14,1	5,8	16,6	24,7	32,6
Precios al por mayor:						
Industriales	9,6	7,7	33,4	34,2	38,7	43,7
Agrícolas	23,7	19,4	18,2	20,1	10,4	1,3

(a) Tasas de crecimiento intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

meses de marzo y abril. El índice del coste de la vida entró así en un nuevo movimiento de aceleración, que situó su tasa anual de crecimiento, basada en comparaciones intertrimestrales sobre cifras desestacionalizadas, en un 17 por 100, en el período febrero-marzo-abril, y en un 21,4 por 100, en marzo-abril-mayo (véase cuadro V-6-a): los componentes de gastos de casa y gastos diversos fueron los más afectados por el impacto alcista directo, aunque todos los componentes no alimenticios registraron muy altos ritmos de crecimiento —como los registraban los productos industriales en el índice de precios al por mayor—, y los precios de la alimentación, por su parte, tras un período de desaceleración de sus tasas de crecimiento, entraron otra vez en una fase alcista en abril, reflejo de las importantes elevaciones acordadas en numerosos precios agrarios al principio del año. En el trimestre marzo-abril-mayo, el índice general del coste de la vida se situaba un 16,2 por 100 sobre su nivel en el mismo período del año anterior (véase cuadro V-6-b).

CUADRO V-6-b

Evolución de los precios: Tasas interanuales (a)

COSTE DE LA VIDA	1973			1974		
	II	III	IV	I	Febrero, marzo, abril	Marzo, abril, mayo
Índice general	10,9	12,4	14,0	14,7	15,6	16,2
Alimentación	12,6	14,0	16,0	15,0	15,4	15,3
Vestido y calzado	13,4	14,4	17,1	18,3	18,6	19,0
Vivienda	10,8	12,4	11,5	12,6	12,6	12,5
Gastos de casa	6,2	8,1	10,3	15,0	17,8	20,6
Gastos diversos	7,6	9,7	9,8	11,8	13,8	15,8
Precios al por mayor:						
Industriales	7,3	7,7	12,4	20,6	23,9	26,1
Agrícolas	9,6	10,7	14,0	20,3	17,9	15,7

(a) Media de cada trimestre, sobre la media de igual trimestre del año anterior.

El núcleo del nuevo impacto alcista se ha centrado en los meses de marzo y abril, pero los efectos inducidos y las repercusiones se prolongarán en el tiempo. Las expectativas inflacionistas continúan siendo muy fuertes, el nivel de actividad es aún intenso, los salarios monetarios, que ya habían acelerado algo su avance en el último trimestre de 1973 —pasando la tasa anual de crecimiento de la retribución media por hora trabajada del 19 al 22,8 por 100—, han mostrado intensos avances en los dos primeros meses del presente año (1) y los precios de

(1) En el trimestre diciembre-enero-febrero (últimas cifras disponibles), la retribución media por hora trabajada se situaba un 23,2 por 100 sobre su nivel en el mismo período del año anterior.

importación, aunque numerosas materias primas y algunos alimentos desciendan algo en los próximos meses, es dudoso que ofrezcan un alivio importante al proceso alcista interior. Así, pues, aunque el índice del coste de la vida ha mostrado un avance más moderado en mayo y todo indica que los momentos de más grave tensión alcista de precios están quedando atrás, el tema de la desaceleración de las altas tasas de inflación continúa presentándose como un problema de primordial importancia en el próximo futuro; un problema de gran dificultad del que dependen, sin embargo, las posibilidades de crecimiento continuado de la economía a más largo plazo.

En estas condiciones, resultaría muy peligrosa una nueva aceleración de los precios de los productos agrícolas y alimenticios. Resulta poco procedente defender tal movimiento y justificar su acentuación generalizada en base a un índice de precios de paridad cuyas indicaciones tienen sentido diferente dependiendo del período de referencia que se adopte. El argumento del man-

CUADRO V-7
Indices de precios percibidos por los agricultores
Incremento porcentual entre marzo de 1973
y marzo de 1974

Indice general	13,1
Ganado y productos ganaderos	14,2
Productos ganaderos	16,6
Ganado para abastos	11,4
Productos agrícolas	12,0
Productos agrícolas de alimentación humana	10,3
Cereales	— 5,9
Leguminosas	7,5
Patatas	9,0
Hortalizas	24,6
Fruta	37,8
Vino	— 16,3
Piensos	40,5
Cereales	34,9
Leguminosas	62,3

FUENTE: Ministerio de Agricultura: «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

tenimiento de la paridad de precios ha de conducir, con seguridad, a la defensa de un proceso inflacionista intenso, sometido a impulsos alcistas alternativos procedentes de los productos agrícolas y alimenticios y de los costes y precios de los productos industriales y los servicios. La experiencia pasada ofrece buena prueba de la espiral inflacionista que cabe alimentar por esta vía. Y es importante, además, no buscar en elevaciones exteriores de precios de carácter reversible argumentos en favor de alzas definitivas de precios interiores. El cuadro V-7 permite observar las importantes elevaciones en los precios percibidos por los agricultores en la mayoría de los productos entre marzo de 1973 y el mismo mes del año actual; los cuadros

V-8 y V-9 señalan las sustanciales alzas registradas en los precios medios de garantía al productor y de protección al consumo para una amplia gama de productos agrícolas y alimenticios para la campaña 1974-75, y el cuadro V-10 permite advertir cómo la política gubernamental de precios máximos de protección al consumo se ha visto desbordada, en la segunda parte de 1973 y los primeros meses de 1974, en prácticamente todos los productos, excepto la carne.

El respeto a una tendencia básica de suave desaceleración de la demanda, sin pretender combatirla con estímulos artificiales, pero sin permitir el desarrollo de factores adicionales de

CUADRO V-8

Precios medios de garantía al productor

PRODUCTOS (a)	1972-73 Pesetas	1973-74 Pesetas	1974-75 Pesetas	% campaña 73-74 s/72-73	% campaña 74-75 s/73-74
Trigos blandos y semiduros (Qm)	771,0	771,0	771,0	—	—
Trigos duros (Qm)	941,0	941,0	941,0	—	—
Cebada (Qm)	555,2	555,2	643,0	—	15,8
Avena (Qm)	525,2	525,2	608,0	—	15,8
Centeno (Qm)	560,2	560,2	628,0	—	12,1
Maíz (Qm)	591,3	586,2	731,2	—0,9	24,7
Sorgo (Qm)	546,3	541,1	677,5	—1,0	25,2
Mijo (Qm)	536,3	531,2	667,4	—1,0	25,6
Semilla de soja (Qm) (b)	1.090,0	1.450,0	1.450,0	33,0	—
Semilla de girasol (Qm)	1.015,0	1.065,0	1.065,0	4,9	—
Semilla de cartamo (Qm)	940,0	990,0	990,0	5,3	—
Algodón (Kg)	17,0	26,0	28,0	52,9	7,7
Remolacha (Tm)	1.560,0	1.605,0	1.950,0	2,9	21,5
Caña de azúcar (Tm)	1.095,5	1.123,5	1.365,0	2,6	21,5
Aceite de oliva (Kg)	42,4	55,0	55,0	29,7	—
Aceite de girasol (Kg)	27,9	27,9	27,9	—	—
Vino (Hgdo)	43,0	46,0	46,0	7,0	—
Bovino (Kg/canal)	91,0	96,8	96,8	6,4	—
Ovino (Kg/canal)	90,0	90,0	90,0	—	—
Porcino (Kg/canal)	49,8	54,1	64,5	8,6	19,2
Carne de pollo (Kg/canal)	39,8	45,8	55,0	15,1	20,1
Leche de vaca (para industrialización) (litro)	8,1	8,3	9,7	2,5	16,9
Huevos (docena)	25,5	28,4	35,0	11,4	23,2

(a) Cuando existen diversas variedades del mismo producto, se ha tomado como representativa la de mejor calidad.
(b) Precio base de contratación entre cultivadores y entidades colaboradoras, incluida la prima de estímulo a su cultivo.

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

CUADRO V-9

Precios medios de protección al consumo

PRODUCTOS	1972-73 Pesetas	1973-74 Pesetas	1974-75 Pesetas	% campaña 73-74 s/72-73	% campaña 74-75 s/73-74
Cebada (Qm)	—	575	693	—	20,5
Avena (Qm)	—	545	658	—	20,7
Centeno (Qm)	—	600	678	—	13,0
Maíz (Qm)	—	643	781	—	21,5
Sorgo (Qm)	—	588	728	—	23,8
Mijo (Qm)	—	578	718	—	24,2
Aceite de oliva (kg)	51	59	59	15,8	—
Vino (Hgdo)	65	80	80	23,1	—
Azúcar (Kg)	17	20	20	16,5	—
Bovino (Kg/canal)	105	114	114	8,3	—
Porcino (Kg/canal)	62	67	77	8,1	14,9
Carne de pollo (Kg/canal)	52	60	63	15,4	5,0
Leche de vaca (para industrialización) (litro)	—	9	10	—	11,1
Huevos (docena)	35	39	41	11,4	5,1

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

Comparación precios máximos de protección al consumo con precios percibidos por los agricultores

PRODUCTOS	1973												1974		
	Enero	Febr.	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept.	Oct.	Nov.	Dic.	Enero	Febr.	Marzo
CEBADA (Qm):															
—Precio máximo	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575	575
—Precio percibido	534	541	544	551	557	552	538	552	577	595	682	720	762	767	787
AVENA (Qm):															
—Precio máximo	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545
—Precio percibido	529	541	548	552	555	552	537	545	566	581	668	639	693	701	731
CENTENO (Qm):															
—Precio máximo	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600
—Precio percibido	596	596	603	608	608	615	607	604	614	621	702	741	789	796	833
MAIZ (Qm):															
—Precio máximo	640	645	650	655	655	655	655	630	630	630	630	635	640	645	650
—Precio percibido	642	655	662	669	671	703	739	789	799	799	829	853	858	878	868
ACEITE DE OLIVA (Kg):															
—Precio máximo	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	59	59	59	59	58
—Precio percibido	48	49	49	50	50	50	51	51	69	66	54	54	56	58	58
VINO (Hgdo):															
—Precio máximo	65	65	65	65	65	65	65	65	80	80	80	80	80	80	80
—Precio percibido	72	79	91	101	100	96	92	90	93	87	79	75	73	75	75
BOVINO (Kg/canal):															
—Precio máximo	105	105	105	105	105	105	105	120	120	120	120	120	120	120	120
—Precio percibido	55	57	59	57	60	60	63	64	65	66	67	69	70	73	75
OVINO (Kg/canal):															
—Precio máximo	120	120	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
—Precio percibido	71	67	64	58	56	56	58	65	73	76	76	73	71	70	72
PORCINO (Kg/canal):															
—Precio máximo	62	62	62	62	62	62	62	70	70	70	70	70	70	70	77
—Precio percibido	54	54	51	49	46	44	43	46	48	49	48	48	48	49	49
CARNE DE POLLO (Kg/canal):															
—Precio máximo	52	52	52	52	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	63
—Precio percibido	41	40	42	43	44	41	43	46	48	49	48	52	46	46	49
LECHE DE VACA (litro):															
—Precio máximo	9	9	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	9	10
—Precio percibido	9	9	9	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	10	10
HUEVOS (docena):															
—Precio máximo	35	35	35	35	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	41
—Precio percibido	30	29	30	31	31	30	33	36	37	39	40	41	41	39	40

FUENTE: Ministerio de Agricultura. «Boletín Mensual de Estadística Agraria».

recesión que las condiciones generales de la economía hacen posible atajar, y el logro simultáneo de una apreciable reducción de la velocidad del proceso inflacionista, una vez superada la peor fase de absorción de los efectos alcistas directos de la crisis energética, han de constituir los objetivos básicos, difíciles y complejos, de la política de regulación a corto plazo de la economía durante los próximos meses.

4. La política fiscal y la política monetaria.

La **política fiscal** compensatoria se ha expresado, en el primer trimestre de 1974, en un déficit de las operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias de la Administración Central (medido en base a las operaciones no financieras) de unos 20.000 millones de pesetas. De este déficit, unos 10.000 millones corresponden al presupuesto de sentido estricto y los 10.000 millones restantes, a las operaciones extrapresupuestarias y, dentro de ellas, básicamente, a las operaciones de Tesorería. Los resultados de abril han modificado, sin embargo, tónica tan expansiva y, para el conjunto del primer cuatrimestre, el déficit de las operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias ha quedado reducido a 3.000 millones de pesetas, acusando el presupuesto un superávit de unos 1.500 millones de pesetas y las operaciones extrapresupuestarias, un déficit de unos 4.500 millones.

Los resultados del primer cuatrimestre comportan, pues, dos periodos muy distintos; un primer trimestre muy expansivo y el mes de abril, en el que se produce una contracción muy fuerte, expresada en un superávit mensual de 17.000 millones de pesetas. Los resultados del mes de abril se deben, en parte, al aumento estacional de los ingresos fiscales, este año incrementados por el adelantamiento introducido para la declaración del Impuesto General sobre la Renta de las Personas Físicas, y, en parte, a una reducción en el ritmo de incremento de los gastos, que ya empezó a apuntarse en el mes de marzo y continuó en abril y que tuvo su causa en retrasos administrativos en la utilización de los créditos presupuestados. Eliminados estos factores, puede preverse que el sector público volverá a actuar de forma más expansiva en los próximos meses. Para financiar el déficit cuatrimestral de las operaciones no financieras, la Administración Central tuvo que aumentar su endeudamiento en el Banco de España en unos 3,3 miles de millones, endeudamiento que hasta marzo alcanzaba los 18,8 miles de millones y que se redujo en abril, mes en el que la Administración Central devolvió fondos al Banco de España por 15,5 miles de millones (1). Estos movimientos no dejaron de afectar a la evolución monetaria general de la economía, como enseguida se verá.

La marcha de los ingresos y gastos presupuestarios durante el primer cuatrimestre pone de manifiesto que las medidas adoptadas a principios de año empiezan a surtir efecto. Así, los ingresos totales han aumentado a una tasa del 16 por 100, común tanto a los ingresos impositivos como a los no impositivos. La recaudación impositiva ha flexionado a la baja respecto a

(1) Todas las cifras citadas son con exclusión de las emisiones de Bonos del Tesoro y del movimiento paralelo de la cuenta del Banco de España en que se abona su importe.

años anteriores, a causa del escaso incremento recaudatorio en los impuestos indirectos (10 por 100), ya que la recaudación por impuestos directos crece un 30 por 100, como resultado del fuerte incremento de recaudación en el impuesto sobre los rendimientos del trabajo personal (1), 42 por 100, muy similar al alcanzado en 1973, mientras los demás impuestos directos,

CUADRO V-11

Ingresos, pagos y financiación de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	Enero-Marzo 1974	Abril 1974	Enero-Abril 1974
Operaciones no financieras (neto)	— 19,9	17,0	— 2,9
Ingresos	125,7	45,2	170,9
Presupuesto (a)	123,3	44,7	168,0
Anexo	1,7	—	1,7
Por cuenta de las Corporaciones Locales	0,7	0,5	1,2
Pagos	139,0	35,7	174,7
Presupuesto (b)	132,7	33,8	166,5
Adicional	—	—	—
Apéndice	2,0	0,7	2,7
Anexo	3,5	0,5	4,0
Por cuenta de las Corporaciones Locales	0,8	0,6	1,4
Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	— 6,6	7,6	1,0
Financiación neta	19,9	— 17,0	2,9
Activos financieros	0,7	—	0,7
Dotación al crédito oficial	— 6,3	— 2,3	— 8,6
Emisión neta de Cédulas de Inversión	7,4	0,9	8,3
Emisión neta de Deuda	— 0,8	— 0,1	— 0,9
Préstamos del exterior (neto) (d)	— 0,2	—	— 0,2
Recurso al Banco de España	18,8	— 15,5	3,3
Emisión de moneda	0,3	—	0,3
Pro-memoria			
Emisión neta de Bonos del Tesoro (e)	0,7	— 5,7	— 5,0

- (a) Excluidos los procedentes de variaciones de activos financieros y de la variación de pasivos financieros.
- (b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y de Deuda (Deuda del Estado y Cédulas de Reconstrucción Nacional y Obligaciones de RENFE).
- (c) Incluye también ajustes.
- (d) Incluidos en Presupuesto.
- (e) La emisión de bonos está compensada por movimientos iguales, pero de signo contrario, en la cuenta del Banco de España en que se abona su importe. Las cifras precedentes de emisiones y recurso al Banco de España excluyen esta partida.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (1) El crecimiento de recaudación será algo menor para el conjunto del año, ya que se harán sentir la reducción de tipos del 14 al 12 por 100 y las menores alzas de salarios. Detrás de la fuerte alza de los primeros meses, especialmente del primer trimestre, está el que parte de los ingresos del primer trimestre de 1974 corresponden a ingresos de 1973 —con tipos del 14 por 100 de profesionales y artistas, que, en buena parte,

salvo la contribución urbana (1), muestran ritmos de crecimiento más bajos de los habituales. La flexión en los impuestos indirectos viene explicada por la casi completa desaparición de la recaudación por renta de petróleo, 400 millones en el cuatrimestre, frente a 7.700 en igual período del año anterior, y por la caída en la recaudación por renta de tabacos, que es un 12 por 100 inferior a la de igual período del año anterior; los demás impuestos indirectos muestran tasas de crecimiento superiores al 25 por 100 (2).

El gasto aumentó, en términos de pagos realizados, un 16 por 100 en el primer cuatrimestre del año, aun cuando en el primer trimestre crecía un 24 por 100. Tanto los gastos corrientes como los de inversión avanzan a ritmo parecido, aun cuando en el primer trimestre los de inversión crecían a un ritmo mucho más fuerte que los corrientes. La moderación en los gastos corrientes no es previsible que continúe en el resto del año, ya que los gastos de personal no podrán seguir manteniendo la baja tasa de crecimiento —9 por 100— de este período. También los gastos de inversión aumentarán, una vez que el proceso de ejecución presupuestaria cobre más agilidad. En su conjunto, el efecto expansivo de la política fiscal tenderá a concentrarse más en la segunda parte del año, lo cual parece corresponde bien a las conveniencias de regulación a corto plazo de la economía.

El cuadro V-12, que recoge las principales magnitudes que reflejan la evolución del sistema crediticio, muestra (columna 1) que, durante el primer trimestre de 1974, la **política monetaria** consiguió mantener el ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas prácticamente en el 20 por 100, límite superior de la banda de objetivos propuestos y senda razonable para los primeros meses del año. También puede observarse en dicho cuadro que, durante ese mismo período, el efecto contractivo del sector exterior superó netamente al efecto expansivo del déficit presupuestario y permitió que el objetivo referente a las disponibilidades líquidas se alcanzara a pesar de que el crédito bancario creció a tasas superiores a la referencia instrumental del 24 por 100 estimada para el conjunto del año. En abril, sin embargo, la tasa de incremento de las disponibilidades líquidas (26,7 por 100) fue muy superior a la del primer trimestre y claramente discordante con los objetivos monetarios perseguidos. Aunque en el momento de escribir estas líneas solo se dispone de información provisional, los avances indican que el ritmo de expansión de las disponibilidades líquidas en el mes de mayo ha alcanzado una tasa aproximada del 15 por 100.

La evolución monetaria de estos primeros meses del año encuentra una explicación razonable en términos de la evolución de los activos líquidos del sistema bancario y de la conducta de la

tributan ya por estimación directa, aumentando la recaudación por esa causa al acercarse más las bases fiscales a las reales.

- (1) La recaudación por este último concepto aumenta un 62 por 100, a causa de la entrada en vigor generalizada del nuevo régimen, que trae consigo bases imponibles mayores al realizarse una nueva valoración catastral.
- (2) Transmisiones patrimoniales crece un 30 por 100; tráfico de empresas, un 25 por 100; aduanas, un 27 por 100.

Evolución del sistema crediticio

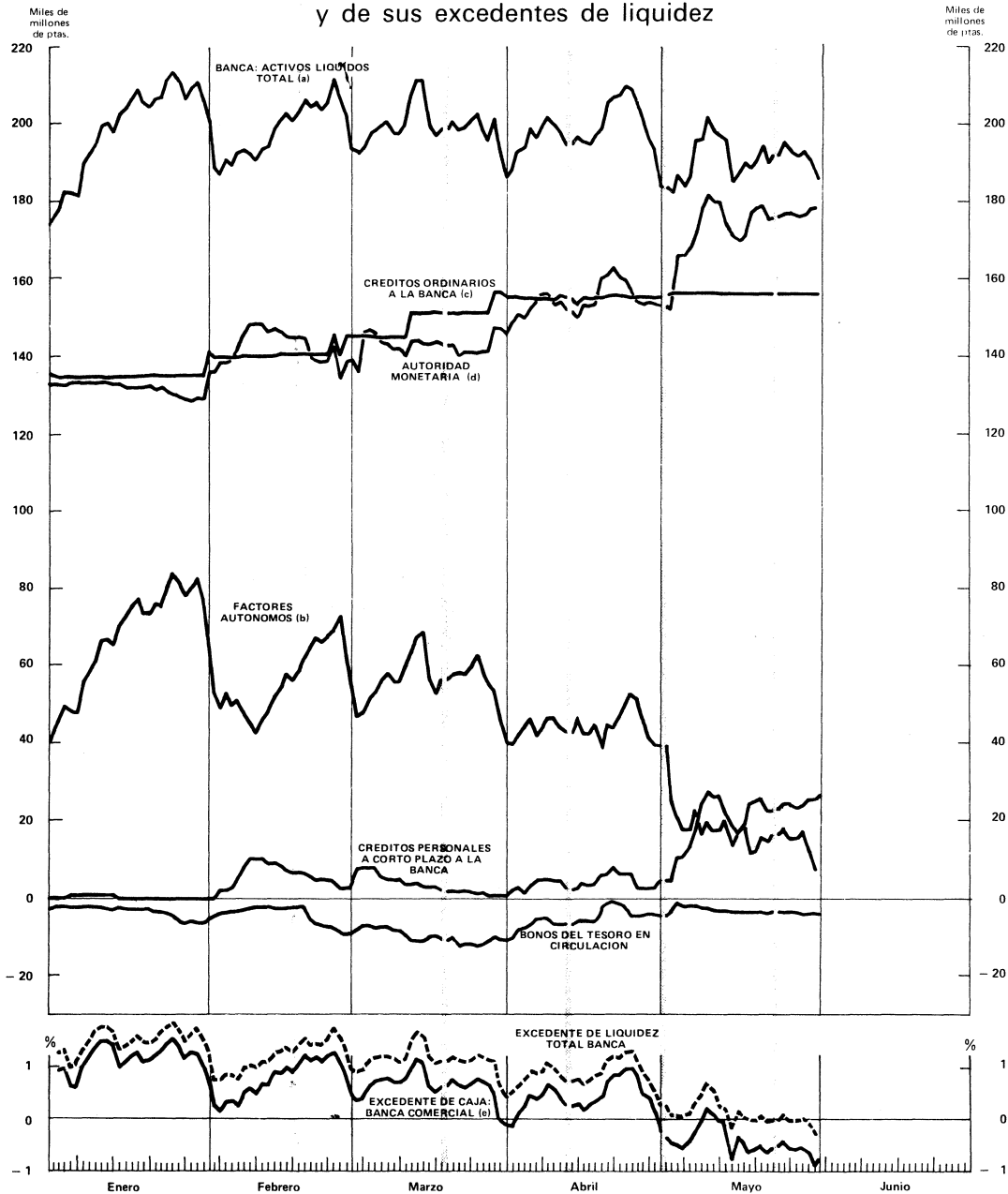
	Disponibilidades líquidas	Activos netos del sistema crediticio				Activos netos del Banco de España	Activos netos del sistema bancario					
		Sector exterior	Sector público	Sector privado			Total	Sector exterior	Sector público	Sector privado		
				Del cual: Crédito						Del cual: Crédito		
1=2+3+4=6+7	2	3	4	5	6	7=8+9+10	8	9	10	11	12	
Variación neta: Cifras originales (miles de millones de pesetas)												
1974:												
ENE...	— 45,9	— 13,6	6,6	— 38,9	3,0	— 11,0	— 34,9	— 8,0	4,7	— 31,6	3,8	— 4,6
FEB...	31,4	— 2,2	1,7	31,9	44,3	— 4,1	36,5	— 2,5	— 0,8	39,8	42,5	31,1
MAR...	73,7	— 7,5	17,6	63,6	80,5	— 1,4	75,1	— 0,9	14,3	61,7	69,7	60,0
ABR...	55,1	— 21,9	— 2,2	79,2	76,7	— 7,3	62,4	— 7,7	— 0,9	71,0	73,8	62,0
Variación neta: Cifras desestacionalizadas (miles de millones de pesetas)												
1974:												
ENE...	56,5	—	—	—	59,6	— 7,4	63,9	—	—	—	57,6	44,5
FEB...	47,8	—	—	—	55,7	— 1,5	49,3	—	—	—	55,8	43,9
MAR...	49,1	—	—	—	68,3	— 29,6	78,7	—	—	—	62,5	52,8
ABR...	74,5	—	—	—	80,0	11,7	62,8	—	—	—	76,7	62,3
Tasas de crecimiento intermensual de las cifras desestacionalizadas (porcentajes)												
1974:												
ENE...	20,0	—	—	—	27,3	—	27,4	—	—	—	31,2	23,5
FEB...	19,9	—	—	—	26,2	—	20,2	—	—	—	29,3	28,3
MAR...	20,4	—	—	—	32,2	—	33,4	—	—	—	32,6	34,1
ABR...	26,7	—	—	—	37,6	—	25,2	—	—	—	40,1	40,1

banca, en base a las posibilidades ofrecidas por aquélla y por la demanda de crédito del sector privado. A lo largo del segundo semestre de 1973, y en los primeros meses de 1974, el Banco de España estuvo operando con la hipótesis de que la banca tendiera a mantener un excedente medio de caja del orden del 0,5-1 por 100, hipótesis que los resultados alcanzados, en base a ella, a lo largo del segundo semestre de 1973, justificaban como válida. La evolución de los activos líquidos durante el mes de enero —véase gráfico V-1— fue superior a las necesidades derivadas de esa hipótesis y del objetivo fijado para las disponibilidades líquidas, dado que la acción compensatoria de la autoridad monetaria fue inferior a la expansión de los factores autónomos y que la elevación en 0,75 puntos del coeficiente de caja, a mediados de mes, tampoco bastó para absorber los importantes excedentes de caja existentes. Se consideró, sin embargo, que esta evolución era admisible tras un período de dificultades en la liquidez bancaria. En todo caso, tal evolución se tradujo en un rápido descenso del tipo de interés del mercado monetario —véase gráfico V-2— y en un aumento relativamente importante (27,4 por 100) de los activos netos del sistema bancario, compensado por una disminución de los activos netos del Banco de España. El crédito del sistema bancario al sector privado creció a una tasa (31,9) solo ligeramente superior a la del total de sus activos netos, que habría que promediar con la del mes de diciembre, afectadas ambas por los problemas contables de fin de año. Durante la primera mitad del mes de febrero, el nivel de activos líquidos descendió aproximadamente al nivel señalado como objetivo y el efecto inmediato fue una sensible elevación de los tipos de interés del mercado monetario. La situación cambió, sin embargo, desde mediados de este mes, primero por una elevación importante de las cifras de activos líquidos y, a partir del 22, por la modificación de las reglas de cómputo del coeficiente de caja, que implicaba una reducción potencial del mismo de cierta importancia (1).

La modificación del coeficiente es, con toda probabilidad, el factor decisivo para explicar la evolución de los meses posteriores. En un principio se pensó que, aunque potencialmente el nuevo sistema debía permitir a la banca operar con unos excedentes de caja prácticamente iguales a cero, lo que, comparado con un nivel medio del 0,5-1 por 100 en los meses precedentes, implicaba una sensible reducción del coeficiente de caja, era muy improbable que la banca aprovechara de forma inmediata esta posibilidad. La experiencia posterior demostró que este juicio, al menos en parte, era erróneo debido, probablemente, al intenso aumento en la demanda de crédito derivado de las nuevas alzas de precios y costes y del proceso de constitución de existencias que se ha indicado en las páginas anteriores. El nivel de activos líquidos a lo largo de los meses de marzo y abril siguió alineado con las cifras que hubieran sido deseables en la hipótesis de un excedente de caja medio de 0,5 puntos, como en los meses anteriores, y, en varios momentos, superior a éste. Ciertamente, esta evolución fue, en buena medida, resultado de las rigideces que han venido presidiendo las posibilidades de empleo del único instrumento adecuado para absorber excedentes de liquidez, es decir, la emisión de Bonos del Tesoro, y de la discontinuidad característica de los instrumentos utilizados para regular las inyecciones de liquidez.

(1) Véase Capítulo III, epígrafe 8.

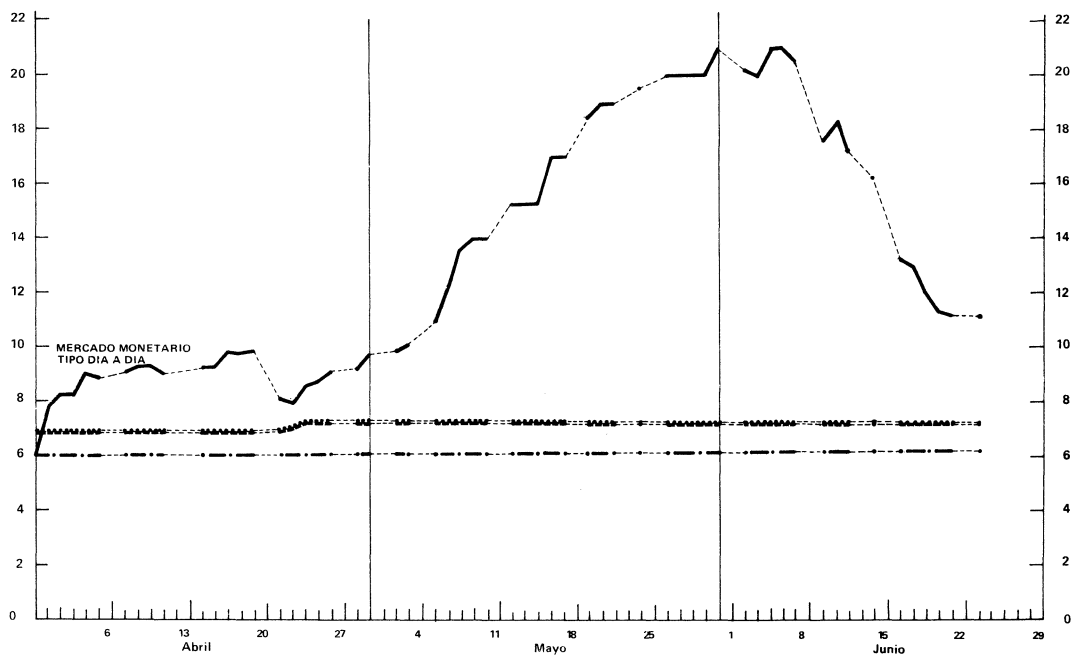
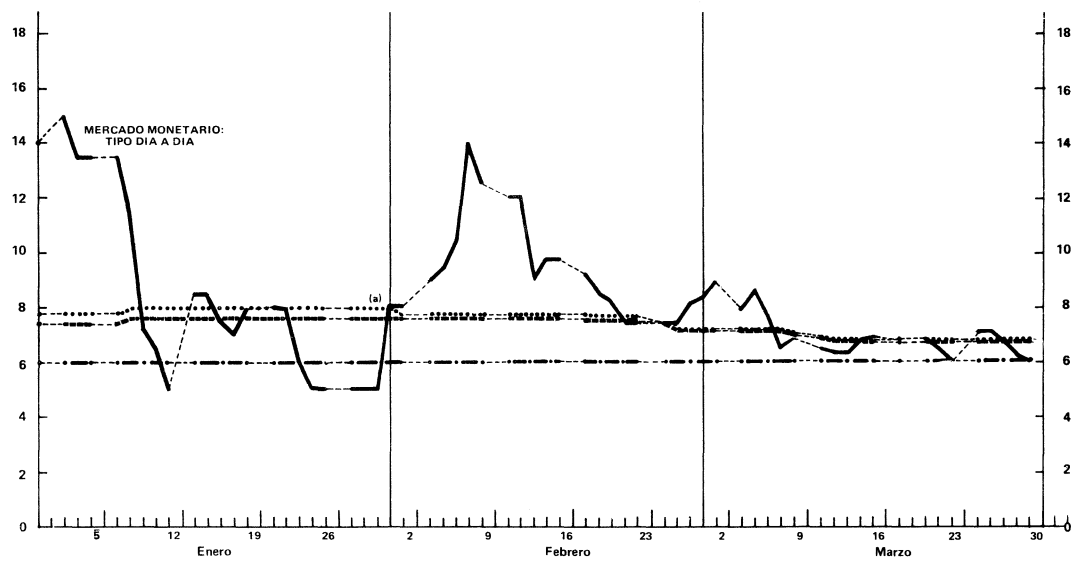
Evolución de los activos líquidos de la banca
y de sus excedentes de liquidez



(a). Según cifras del Banco de España. Incluidos disponibles computables y no computables en el coeficiente de caja y depósitos obligatorios en contrapartida de pasivos en pesetas convertibles.
(b). Obtenidos por diferencia entre "Banca: Activos líquidos" y "Autoridad monetaria". Incluyen los activos líquidos en poder de las cajas de ahorro y el crédito del Banco de España a éstas, dos partidas caracterizadas por su gran estabilidad.
(c). Límites de créditos en las modalidades tradicionales de apoyo a la banca: redescuento ordinario y especial, de pólizas E.O.C. y pagarés S.N.C., créditos con garantía de fondos públicos y fondos públicos no pignorados en poder de la banca.
(d). Suma de "Créditos ordinarios a la banca", "Créditos personales a corto plazo a la banca" y "Bonos del Tesoro en circulación".
(e). Diferencia entre el coeficiente efectivo de caja y el coeficiente legal, imputado a la fecha correspondiente a los activos de caja computables.

GRAFICO V-2

Tipos de interés



- BANCO DE ESPAÑA. TIPO COMPRADOR DE BONOS DEL TESORO A TRES MESES. (a). A partir del 1 de febrero recoge el tipo comprador a un mes.
- BANCO DE ESPAÑA. TIPO VENDEDOR DE BONOS DEL TESORO A UN MES.
- .-.-.- BANCO DE ESPAÑA. TIPO BASICO.

Partiendo de la base de una intensificación de la demanda de crédito y de que el cambio de coeficiente fue interpretado por la banca como una reducción sensible en la retención de liquidez y, por tanto, como un incremento de sus excedentes de activos líquidos, la evolución posterior se explica muy bien. En el mes de febrero, el ritmo de expansión de los activos netos del sistema bancario fue mucho más moderado (20,2 por 100, a pesar de que el crédito al sector privado creció al 29,3 por 100); pero en el mes de marzo experimentó una fuerte aceleración (33,4 por 100, con el crédito al sector privado al 32,6 por 100). El que, a pesar de esto, los tipos de interés del mercado interbancario se mantuvieran a un nivel mínimo a lo largo de todo el mes —véase gráfico V-2— es prueba palpable de la situación de holgura en que se movía el sistema bancario. El crecimiento de las disponibilidades líquidas en el mes de marzo se mantuvo todavía en línea con los objetivos iniciales, debido a una evolución contractiva de los activos netos del Banco de España. La situación del mes de abril fue ya muy distinta. La expansión de los activos netos del sistema bancario experimentó una clara desaceleración hasta una tasa intermensual todavía elevada, del 25,2 por 100, que, unida a que la evolución de los activos netos del Banco de España se convirtió en positiva, se tradujo en la aceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas ya conocido. Conviene destacar, de todos modos, la gran discrepancia entre el crecimiento del activo neto del sistema bancario al 25,2 por 100 y la de su crédito al sector privado al 40,1 por 100, discrepancia debida en gran parte al fuerte aumento de los pasivos exteriores del sistema bancario en ese mes. Las conclusiones que cabía extraer de la aceleración de la tasa de expansión de las disponibilidades líquidas y del fortísimo ritmo de incremento del crédito no podían olvidar, sin embargo, la evolución global subyacente, que anunciaba el carácter efímero de tales movimientos. Producto de estas tendencias fue la sensible elevación del nivel de los tipos del mercado interbancario a lo largo del mes de abril, si bien no se superó prácticamente en ningún momento el nivel del 10 por 100, lo que indica que, a pesar de todo, el sistema bancario seguía operando en condiciones de fluidez. El nivel medio del coeficiente de caja a lo largo del mes de marzo fue ya sensiblemente inferior al de los meses de enero y febrero y las cifras del mes de abril acusaron una ulterior tendencia a la caída de estos excedentes.

La evolución era tal, que, a no tardar, esta aceleración de la expansión del sistema bancario tenía que tropezar con el límite impuesto por el nivel de activos líquidos existente. A finales de abril se adoptó la decisión —motivada por las cifras de crecimiento del crédito bancario— de elevar el coeficiente de caja de la banca comercial en medio punto, en dos fases decenales de 0,25 puntos cada una. A esto se unió, desde los últimos días del mes de abril, el hecho de que el nivel de activos líquidos descendió por primera vez al nivel propuesto por la hipótesis de excedentes nulos de caja, en el que se mantuvo aproximadamente durante la primera mitad del mes de mayo. En la segunda mitad del mes, como reacción a las cifras del crédito bancario del mes de abril, el nivel de activos líquidos se redujo sensiblemente por debajo de este objetivo, ya por sí mismo restrictivo, todo ello a pesar de un fuerte incremento de los créditos concedidos a la banca por el Banco de España para facilitar el proceso de ajuste resultante de la elevación del coeficiente de caja. La situación de la banca se hizo muy tensa: los tipos de interés del mercado interbancario se elevaron hasta alcanzar la cota del 18 por 100, los excedentes

de liquidez de la banca se redujeron fuertemente y ésta hubo de frenar el rapidísimo proceso de expansión crediticia a tan difícil situación de liquidez. La tasa (provisional) de crecimiento del crédito bancario en el mes de mayo no superó el nivel del 15 por 100.

Con fecha 7 de junio, el Banco de España, para aliviar una tensión de liquidez que podía traducirse en la generación de daños indeseados a la evolución de la economía, incrementó las líneas ordinarias de redescuento en 12.000 millones de pesetas, dentro de un programa de consolidación del montante de créditos pendientes sobre la banca y de regulación de la evolución de los activos líquidos en concordancia con los objetivos (mantenidos) de política monetaria. Posteriormente, siguiendo con la misma política, los días 21 y 24 de junio volvieron a ampliarse las líneas de redescuento en 5.980 millones de pesetas en cada fecha. En fin, el coeficiente legal de caja que han de mantener los bancos comerciales y mixtos fue reducido en 0,25 puntos porcentuales, con efectividad desde el día 1 de julio, y en los primeros días de este mes, el Banco de España anunció a la banca la puesta en práctica inmediata de un nuevo sistema de regulación diaria y continua de los activos líquidos bancarios mediante créditos a corto plazo. El nuevo sistema permitirá a las autoridades monetarias superar las dificultades que, para dicha regulación, derivaban del carácter discontinuo de los instrumentos básicos manejados en el pasado y alcanzar así más fácilmente y con mayor suavidad los objetivos de política monetaria propuestos a principios de año.

La economía española vivirá, en la segunda parte de 1974, un proceso de lenta desaceleración, determinado por fuerzas básicas que vienen actuando desde principios de año por debajo de los efectos expansivos de movimientos pasajeros de la demanda. Se trata de fuerzas cíclicas básicas, que sería inadecuado intentar combatir con intensidad en las presentes circunstancias de inflación interior e incertidumbre y recesión mundiales. Solo parece razonable asegurarse de que el proceso de desaceleración sea suave y no se vea afectado intensamente por elementos depresivos adicionales procedentes del exterior, que las condiciones actuales de la economía —y, principalmente, el volumen de reservas exteriores— permiten compensar en buena medida. La política monetaria y la política fiscal previstas parecen capaces de alcanzar tal objetivo y, al propio tiempo, de imponer una apreciable reducción del ritmo de alza de los precios en la segunda parte del año. Tales objetivos están, por lo demás, mutuamente relacionados. La economía española se enfrentará al año 1975 con elementos intrínsecos de debilidad coyuntural; pero la política moderadamente expansiva que la compensación de tal debilidad exigirá solo podrá ser desarrollada si, para finales de año, se han logrado resultados apreciables en la lucha con las tensiones inflacionistas. Todo ello supeditado siempre a una evolución internacional favorable que, en las actuales circunstancias, cabe desear y esperar, pero manteniendo inevitables y no pequeños márgenes de reserva.

APENDICE ESTADISTICO

1. Producto y gasto nacionales, en pesetas corrientes y de 1964. 1963-1973.
2. Producto y gasto nacionales. Tasas de crecimiento. 1963-1973.
3. P. I. B. a coste de los factores, en pesetas corrientes y de 1964. 1963-1973.
4. P. I. B. a coste de los factores. Tasas de crecimiento. 1963-1973.
5. Renta Nacional. Composición porcentual. 1963-1973.
6. Gasto de los consumidores en bienes y servicios. Composición en pesetas corrientes. 1963-1973.
7. Formación interior bruta de capital. Financiación y clasificación por productos. 1963-1973.
8. Formación interior bruta de capital. Clasificación por instituciones. 1963-1973.
9. Precios de los componentes del P. N. B. 1963-1973.
10. Sector primario. Composición del valor de la producción total. 1963-1973.
11. Sector primario. Principales producciones físicas. 1963-1973.
12. Producción industrial. Índices medios anuales por grupos. 1963-1973.
13. Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores. 1963-1973.
14. Población activa. Principales componentes. 1963-1973.
15. Paro estimado. Cifras absolutas y su relación con la población activa. 1963-1973.
16. Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas. Medias anuales de los principales sectores. 1963-1973.
17. Salarios. Agrícolas e industriales. Medias anuales. 1963-1973.
18. Coste de la vida. General y componentes. Medias anuales. 1963-1973.
19. Precios al por mayor. General y principales componentes. Medias anuales. 1963-1973.
20. Precios agrícolas. Percibidos y pagados por el agricultor, y su índice de paridad. 1964-1973.
21. Balance consolidado del sistema crediticio. 1971-1973.
22. Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria. 1971-1973.
23. Balance ajustado de la banca. 1971-1973.
24. Balance ajustado de la banca comercial. 1971-1973.
25. Balance ajustado de la banca industrial. 1971-1973.
26. Balance consolidado de las instituciones de ahorro. 1971-1973.
27. Balance consolidado del crédito oficial. 1971-1973.
28. Crédito al sector privado clasificado por plazos y por circuitos.
29. Base monetaria. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
30. Activos líquidos del sistema bancario. Total banca. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
31. Sistema crediticio. Disponibilidades líquidas. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
32. Sistema crediticio. Oferta monetaria. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
33. Sistema crediticio. Efectivo en manos del público. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.

34. Sistema crediticio. Total de depósitos del sistema bancario. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
35. Sistema crediticio. Depósitos a la vista. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
36. Sistema crediticio. Depósitos de ahorro. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
37. Sistema crediticio. Depósitos a plazo y ahorro vinculado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
38. Banca. Total de depósitos. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
39. Cajas de ahorro. Total de depósitos. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
40. Sistema crediticio. Activos netos del Banco de España. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
41. Sistema crediticio. Activos netos del sistema bancario. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
42. Sistema crediticio. Crédito al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
43. Banca. Crédito al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
44. Cajas de ahorro. Crédito con fondos propios al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
45. Entidades oficiales de crédito. Crédito al sector privado. Series original y desestacionalizada. 1963-1974.
46. Emisiones públicas. 1969-1973.
47. Emisiones privadas. 1969-1973.
48. Bonos de caja de bancos industriales.
49. Colocación de emisiones, públicas y privadas. 1970-1972.
50. Entidades de financiación de ventas a plazos. Balance conjunto. 1968-1973.
51. Presupuesto inicial consolidado de las administraciones públicas. 1972-1973.
52. Presupuesto inicial de la Administración Central. 1969-1973.
53. Presupuesto inicial de la Administración Central. Clasificación funcional. 1966-1974.
54. Presupuestos iniciales de organismos autónomos, corporaciones locales y Seguridad Social. 1972-1973.
55. Administración Central. Realizaciones presupuestarias. 1968-1973.
56. Administración Central. Realizaciones presupuestarias: desglose de las ingresos impositivos. 1964-1973.
57. Administración Central. Realizaciones presupuestarias: desglose trimestral. 1972-1973.
58. Administraciones públicas: Cuentas de ingresos y gastos. 1962-1972.
59. Administraciones públicas: Cuenta de capital. 1962-1972.
60. Administraciones públicas: Cuenta financiera. 1962-1972.
61. Administraciones públicas. Estado. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
62. Administraciones públicas. Estado. Cuenta de capital. 1962-1972.
63. Administraciones públicas. Estado. Cuenta financiera. 1962-1972.
64. Administraciones públicas. Organismo autónomos administrativos. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
65. Administraciones públicas: Organismos autónomos administrativos. Cuenta de capital. 1962-1972.

66. Administraciones públicas: Organismos autónomos administrativos. Cuenta financiera. 1962-1972.
67. Administraciones públicas. Corporaciones locales. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
68. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta de capital. 1962-1972.
69. Administraciones públicas: Corporaciones locales. Cuenta financiera. 1962-1972.
70. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta de ingresos y gastos. 1962-1972.
71. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta de capital. 1962-1972.
72. Administraciones públicas: Seguridad Social. Cuenta financiera. 1962-1972.
73. Empresas públicas. Cuentas clasificadas por sectores. 1968-1969.
74. Empresas públicas. Cuentas de producción y de ingresos y gastos. 1968-1969.
75. Empresas públicas. Cuentas de capital y financiera. 1968-1969.
76. Reservas internacionales. 1962-1973.
77. Balanza de pagos. 1971-1973.
78. Principales medidas tomadas desde enero de 1973 sobre cambios y movimientos de capital.
79. Principales medidas de política monetaria adoptadas desde enero de 1973.

Producto y gasto nacionales

Pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.	963,9	1.088,0	1.287,0	1.477,0	1.632,2	1.804,9	2.010,5	2.252,4	2.537,8	2.960,4	3.531,8
Importaciones de bienes y servicios. .	127,5	147,7	196,0	234,0	236,6	282,2	338,1	383,6	410,4	502,4	651,1
Recursos=Empleos	1.091,4	1.235,7	1.483,0	1.711,4	1.868,8	2.087,1	2.348,6	2.636,0	2.948,2	3.462,8	4.182,9
Consumo privado	668,0	743,1	887,0	1.013,0	1.140,0	1.250,7	1.378,9	1.522,2	1.701,9	1.968,5	2.350,4
Consumo público	86,2	94,1	112,2	133,3	166,9	187,0	214,3	249,5	288,4	342,6	400,8
Formación bruta de capital fijo	203,0	244,8	294,7	334,8	346,9	377,0	441,0	481,5	500,3	607,6	824,6 (c)
Variación de existencias	32,8	22,9	43,7	55,0	33,6	37,2	41,2	39,8	41,0	54,8	
Exportaciones de bienes y servicios. .	101,4	130,8	145,4	175,3	181,4	235,2	273,3	343,0	416,6	489,3	634,1

Pesetas de 1964

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.	1.024,1	1.088,0	1.166,2	1.260,6	1.314,1	1.388,6	1.494,0	1.583,8	1.653,9	1.782,5	1.923,3
Importaciones de bienes y servicios. .	130,5	147,7	188,7	216,7	212,0	225,5	261,1	276,2	277,9	329,5	386,2
Recursos=Empleos	1.154,6	1.235,7	1.354,9	1.477,3	1.526,1	1.614,1	1.755,1	1.860,0	1.931,8	2.112,0	2.309,5
Consumo privado	711,4	743,1	794,9	854,0	908,4	946,5	1.012,5	1.052,1	1.084,7	1.157,4	1.234,9
Consumo público	92,7	94,1	100,6	103,3	110,3	114,8	121,1	132,4	141,0	150,3	159,3
Formación de capital fijo	212,5	244,8	283,3	314,7	320,1	329,0	369,5	383,7	377,5	434,3	549,5 (c)
Variación de existencias	33,7	22,9	41,6	51,4	31,1	33,1	35,6	33,1	32,7	41,5	
Exportaciones de bienes y servicios. .	104,3	130,8	134,3	153,9	156,2	190,7	216,4	258,7	295,9	328,4	370,4

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Producto y gasto nacionales. Tasas de crecimiento

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.....	18,0	12,9	18,3	14,8	10,5	10,6	11,4	12,0	12,7	16,6	19,3
Importaciones de bienes y servicios.	25,7	15,8	32,7	19,4	1,1	19,3	19,8	13,5	7,0	22,4	29,6
Recursos=Empleos	18,9	13,2	20,0	15,4	9,2	11,7	12,5	12,2	11,4	17,5	20,8
Consumo privado	20,0	11,2	19,4	14,2	12,5	9,7	10,2	10,4	11,8	15,7	19,4
Consumo público	22,8	9,2	19,2	18,8	25,2	12,0	14,6	16,4	15,6	18,8	17,0
Formación bruta de capital fijo	19,4	20,6	20,4	13,6	3,6	8,7	17,0	9,2	3,9	21,4	24,5 (c)
Variación de existencias .....	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportaciones de bienes y servicios.	10,2	29,0	11,2	20,6	3,5	29,7	16,2	25,5	21,5	17,5	29,6

Pesetas de 1964

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado.....	8,9	6,2	7,2	8,1	4,2	5,7	7,6	6,0	4,5	7,8	7,9
Importaciones de bienes y servicios.	23,3	13,2	27,8	14,8	— 2,2	6,4	15,8	5,8	0,7	18,5	17,2
Recursos=Empleos	10,4	7,0	9,7	9,0	3,3	5,8	8,7	6,0	3,9	9,3	9,4
Consumo privado	11,3	4,5	7,0	7,4	6,4	4,2	7,0	3,9	3,1	6,7	6,7
Consumo público	9,6	1,5	6,9	2,7	6,8	4,1	5,5	9,3	6,5	6,6	6,0
Formación bruta de capital fijo	11,4	15,2	15,7	11,1	1,7	2,7	12,3	3,8	— 1,6	15,0	15,5 (c)
Variación de existencias .....	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportaciones de bienes y servicios.	3,8	25,4	2,7	14,6	1,5	22,1	13,5	19,5	14,4	11,0	12,8

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-64) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Producto interior bruto a coste de los factores

Pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	204,7	186,7	215,5	241,0	243,5	271,6	274,2	280,3	319,2	350,2	...
Industria	321,8	379,8	433,3	488,0	523,7	573,8	658,6	740,9	816,5	961,9	...
Industrias extractivas	12,6	14,2	16,2	16,6	16,7	18,2	19,5	20,3	22,7	23,9	...
Industrias manufactureras	244,1	288,2	327,8	371,4	399,1	434,3	496,4	560,0	617,2	736,1	...
Agua, gas y electricidad	19,2	22,0	24,9	28,3	29,6	33,4	40,6	48,2	56,6	62,7	...
Construcción y obras públicas	45,9	55,3	64,4	71,7	78,3	87,9	102,1	112,4	120,0	139,2	...
Servicios	373,8	448,0	549,5	643,6	746,8	835,8	927,8	1.061,1	1.224,9	1.432,0	...
Transportes y comunicaciones	53,5	62,0	74,8	85,7	97,8	110,7	124,3	145,1	167,7	195,7	...
Comercio al por mayor y menor	89,9	108,9	143,9	168,1	187,4	205,2	228,8	259,6	299,3	351,7	...
Banca, seguros e inmobiliarias	34,0	40,6	51,2	60,4	70,1	79,0	84,0	98,1	115,3	138,3	...
Propiedad de viviendas	29,2	35,5	41,2	46,5	59,6	72,3	74,3	79,8	87,4	95,0	...
Administración pública y defensa	50,9	57,1	66,6	82,3	102,3	116,8	133,9	150,0	165,9	189,3	...
Enseñanza	13,3	15,8	18,9	22,8	27,8	33,4	40,8	48,3	59,3	71,4	...
Hostelería y similares	32,6	44,9	53,4	64,1	72,6	79,7	88,6	102,0	121,0	141,5	...
Otros servicios (b)	70,4	83,2	99,5	113,7	129,2	138,7	153,1	178,2	209,0	249,1	...
TOTAL	900,3	1.014,5	1.198,3	1.372,6	1.514,0	1.681,2	1.860,6	2.082,3	2.360,6	2.744,1	...

Pesetas de 1964

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	211,1	186,7	190,3	204,7	208,3	222,3	219,7	224,9	242,6	244,6	...
Industria	335,4	399,8	415,7	464,3	474,6	503,1	560,6	596,8	624,0	692,2	...
Industrias extractivas	13,8	14,2	15,5	15,5	15,0	15,4	16,5	14,8	15,2	16,0	...
Industrias manufactureras	253,0	288,3	315,2	347,0	363,7	384,4	427,2	459,2	483,0	539,0	...
Agua, gas y electricidad	19,4	22,0	24,4	27,0	27,8	30,6	36,8	40,3	44,3	48,8	...
Construcción y obras públicas	49,2	55,3	60,6	64,8	68,1	72,7	80,1	82,5	81,5	88,4	...
Servicios	407,8	448,0	485,6	518,3	547,3	576,4	611,5	651,2	684,8	734,4	...
Transporte y comunicaciones	55,5	62,0	70,0	75,5	81,4	87,6	94,4	103,1	110,3	120,6	...
Comercio al por mayor y menor	100,7	108,9	117,6	126,3	130,8	137,5	147,0	156,2	163,3	177,7	...
Banca, seguros e inmobiliarias	35,1	40,6	45,2	50,5	54,8	58,4	60,5	64,3	68,1	72,6	...
Propiedad de viviendas	31,0	35,5	37,3	39,0	46,0	52,3	53,0	54,3	56,0	57,9	...
Administración pública y defensa	56,1	57,1	58,4	59,5	61,0	62,8	66,4	68,3	69,7	71,6	...
Enseñanza	14,1	15,8	17,2	18,5	19,5	21,5	24,8	26,7	28,4	30,6	...
Hostelería y similares	36,1	44,9	49,2	54,0	56,5	59,1	63,3	68,4	74,1	79,7	...
Otros servicios (b)	79,2	83,2	90,7	95,0	97,3	97,2	102,1	109,9	114,9	123,7	...
TOTAL	954,3	1.014,5	1.091,6	1.177,3	1.230,2	1.301,0	1.391,8	1.472,9	1.551,4	1.670,9	...

(a) Provisional.

(b) Servicios sanitarios, Servicio doméstico y Otros servicios.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

Producto interior bruto a coste de los factores. Tasas de crecimiento

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	16,4	— 8,8	15,4	11,8	1,0	11,5	0,9	2,2	13,9	9,7	...
Industria	18,4	18,0	14,1	12,6	7,3	9,6	14,8	12,5	10,2	17,8	...
Industrias extractivas	14,5	12,7	14,1	2,5	0,6	9,0	7,1	4,1	11,8	5,3	...
Industrias manufactureras	16,8	18,1	13,7	13,3	7,5	8,8	14,3	12,8	10,2	19,3	...
Agua, gas y electricidad	12,9	14,6	13,2	13,7	4,6	12,8	21,6	18,7	17,4	10,8	...
Construcción y obras públicas	31,9	20,5	16,5	11,3	9,2	12,3	16,2	10,1	6,8	16,0	...
Servicios	18,6	19,9	22,7	17,1	16,0	11,9	11,0	14,4	15,4	16,9	...
Transportes y comunicaciones	15,6	15,7	20,8	14,5	14,1	13,2	12,3	16,7	15,6	16,7	...
Comercio al por mayor y menor	16,3	21,2	32,1	16,8	11,4	9,6	11,5	13,5	15,3	17,5	...
Banca, seguros e inmobiliarias	26,5	19,2	26,1	18,1	16,1	12,7	6,3	16,8	17,5	20,0	...
Propiedad de viviendas	12,0	21,5	16,0	13,1	28,2	21,3	2,8	7,4	9,5	8,7	...
Administración pública y defensa	14,7	12,2	16,7	23,5	24,3	14,1	14,6	12,0	10,6	14,1	...
Enseñanza	33,0	18,8	19,6	20,6	21,9	20,1	22,2	18,4	22,8	20,4	...
Hostelería y similares	31,5	37,8	18,9	20,1	13,3	9,6	11,2	15,1	18,6	16,9	...
Otros servicios (b)	18,7	18,2	19,6	14,3	13,6	7,4	10,4	16,4	17,3	19,2	...
TOTAL	18,0	12,7	18,1	14,5	10,3	11,0	10,7	11,9	13,4	16,3	...

Pesetas de 1964

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Agricultura, silvicultura y pesca	9,0	— 11,6	1,9	7,6	1,8	6,7	— 1,2	2,4	7,9	0,8	...
Industria	12,2	13,2	9,5	9,3	4,5	6,0	11,4	6,5	4,6	10,9	...
Industrias extractivas	4,5	2,9	9,2	...	— 3,2	2,7	7,1	— 10,3	2,7	5,3	...
Industrias manufactureras	11,8	14,0	9,3	10,1	4,8	5,7	11,1	7,5	5,2	11,6	...
Agua, gas y electricidad	10,9	13,4	10,9	10,7	3,0	10,1	20,3	9,5	9,9	10,2	...
Construcción y obras públicas	17,1	12,4	9,6	6,9	5,1	6,8	10,2	3,0	— 1,2	8,5	...
Servicios	6,9	9,9	8,4	6,7	5,6	5,3	6,1	6,5	5,2	7,2	...
Transportes y comunicaciones	8,6	11,7	12,9	7,9	7,8	7,6	7,8	9,2	7,0	9,3	...
Comercio al por mayor y menor	6,0	8,1	8,0	7,4	3,6	5,1	6,9	6,3	4,6	8,8	...
Banca, seguros e inmobiliarias	9,7	15,7	11,3	11,7	8,5	6,6	3,6	6,3	5,9	6,6	...
Propiedad de viviendas	7,3	14,5	4,8	4,8	17,9	13,7	1,3	2,5	3,1	3,4	...
Administración pública y defensa	3,3	1,8	2,3	1,9	2,5	3,0	5,7	2,9	2,1	2,7	...
Enseñanza	16,5	12,1	8,9	7,6	5,4	10,3	15,3	7,7	6,4	7,8	...
Hostelería y similares	17,2	24,4	9,6	9,8	4,6	4,6	7,1	9,1	8,3	7,6	...
Otros servicios (b)	2,3	5,1	9,0	4,7	2,4	— 0,1	5,0	7,6	4,6	7,7	...
TOTAL	9,2	6,3	7,6	7,9	4,5	5,8	6,3	5,8	5,3	7,7	...

(a) Provisional.

(b) Servicios sanitarios, Servicio doméstico y Otros servicios.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

Renta nacional. Composición porcentual

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Remuneración de los asalariados...	53,5	54,5	54,0	55,4	57,7	56,5	57,9	58,6	59,8	59,9	...
Rentas de la propiedad y la empresa, de las economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	36,9	36,7	36,7	35,9	35,1	34,9	33,8	32,6	31,5 (b)	30,9 (b)	...
Ahorro de las sociedades	5,8	5,9	5,4	5,1	3,5	4,6	4,4	4,5	4,5	5,1	...
Impuestos directos sobre las socie- dades	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3	...
Rentas de la propiedad y la empresa de las administraciones públicas ..	1,1	1,5	1,6	1,3	1,5	2,0	1,8	2,2	1,7	1,5	...
Menos: Intereses de la deuda pú- blica	—0,7	—0,8	—0,8	—0,7	—0,7	—0,8	—0,9	—0,9	—0,8	—0,8	...
Menos: Intereses de la deuda de los consumidores	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,2	—0,2	—0,2	—0,2	...	...	...
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	...

(a) Provisional.

(b) Deducidos los intereses de la deuda de los consumidores.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1972).

Gasto de los consumidores en bienes y servicios. Composición en pesetas corrientes

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Productos alimenticios	297,3	338,1	392,3	445,1	475,0	511,6	551,6	608,1	665,4	...	...
Vestido y otros efectos personales	84,5	100,6	120,3	136,4	153,6	166,3	182,5	205,7	237,4	...	...
Alquileres (incluidos impuestos) y agua	41,3	49,4	57,0	64,9	82,7	103,7	109,3	117,7	130,4	...	...
Bienes de consumo duradero	57,0	65,4	82,9	93,8	105,0	112,1	123,1	132,5	141,1	...	...
Otros bienes y servicios	187,8	189,7	234,5	272,7	323,7	357,0	412,3	458,2	528,6	...	...
TOTAL	667,9	743,2	887,0	1.012,9	1.140,0	1.250,7	1.378,8	1.522,2	1.702,9	1.968,5	2.350,4

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Productos alimenticios	44,5	42,7	41,4	40,9	39,2	38,3	37,6	40,0	39,1	...	...
Vestido y otros efectos personales	12,7	13,0	13,0	12,9	13,0	12,8	12,7	13,5	13,9	...	...
Alquileres (incluidos impuestos) y agua	6,2	6,5	6,2	6,2	7,1	8,1	7,8	7,7	7,7	...	...
Bienes de consumo duradero	8,5	8,7	9,3	9,2	9,2	8,9	8,8	8,7	8,3	...	...
Otros bienes y servicios	28,1	29,1	30,1	30,8	31,5	31,9	33,1	30,1	31,0	...	...
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Formación interior bruta de capital. Financiación y clasificación por productos

	Financiación en pesetas corrientes										Miles de millones de pesetas
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Financiación por las administraciones públicas	36,5	51,2	57,4	64,7	83,0	77,9	97,9	96,7	82,3	95,7	...
Financiación por las sociedades, empresas individuales, economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	184,9	213,8	248,2	287,0	261,5	310,3	346,4	416,1	503,2	591,9	...
Ahorro de las sociedades públicas y privadas	49,2	55,8	60,2	64,4	49,5	71,9	75,1	85,0	97,7	127,8	...
Ahorro de las economías domésticas e instituciones privadas sin fines de lucro	77,0	90,3	108,6	128,8	103,9	116,2	129,4	168,1	215,3	249,6	...
Amortización y otras previsiones de explotación	58,7	67,7	79,4	93,8	108,1	122,2	141,9	163,0	190,2	214,5	...
Financiación por el resto del mundo	14,5	2,7	32,8	38,1	36,0	25,9	38,0	8,5	— 44,2	— 25,2	...
Préstamo neto a la nación	11,1	— 2,0	29,4	33,8	28,3	16,9	27,5	— 5,0	— 59,9	— 43,1	...
Transferencias netas de capital a la nación	3,4	4,7	3,6	4,3	7,7	9,0	10,5	13,5	15,7	17,9	...
TOTAL	235,9	267,7	338,4	389,8	380,5	414,1	482,3	521,3	541,3	662,4	824,6

	Clasificación por productos en pesetas de 1964										Miles de millones de pesetas
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973
Formación bruta de capital fijo	212,6	244,9	283,3	314,7	320,1	328,9	369,5	383,7	377,5	434,3	...
Viviendas	55,7	63,0	61,0	59,6	52,8	57,2	62,6	61,3	57,8	59,6	...
Resto de construcción, incluidos terrenos	61,5	73,9	82,1	91,7	106,9	109,4	117,4	123,5	125,4	138,0	...
Material de transporte y diversos	95,4	108,0	140,2	163,4	160,4	162,3	189,5	198,9	194,3	236,7	...
Variación de existencias	34,1	22,8	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	33,1	32,7	41,5	...
TOTAL	246,7	267,7	325,1	366,1	351,2	362,1	405,1	416,8	410,2	475,8	549,5

(a) Provisional.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Formación interior bruta de capital. Clasificación por instituciones (a)

	Pesetas corrientes							Miles de millones de pesetas			
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Formación de capital fijo	203,0	244,8	294,7	334,8	346,9	377,0	441,1	...	...	...	...
Empresas privadas	154,2	185,1	221,6	248,9	249,6	276,2	313,4	...	...	...	...
Empresas públicas	25,8	28,4	36,6	40,2	47,3	53,5	70,5	...	...	...	...
Administraciones públicas	23,0	31,3	36,5	45,7	50,0	47,3	57,2	...	...	...	...
2. Variación de existencias	32,9	22,9	43,7	55,0	33,6	37,1	41,2	...	...	...	...
Empresas privadas	29,7	19,4	33,9	47,1	28,6	31,4	34,1	...	...	...	...
Empresas públicas	3,2	3,5	9,8	7,9	5,0	5,7	7,1	...	...	...	...
TOTAL	235,9	267,7	338,4	389,8	380,5	414,1	482,3	...	...	...	...

Pesetas de 1964											
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Formación de capital fijo	213,0	244,8	283,3	314,7	320,1	329,0	369,5	...	...	...	...
Empresas	184,2	213,5	248,9	273,4	275,4	288,7	321,4	...	...	...	...
Administraciones públicas	28,8	31,3	34,4	41,3	44,7	40,3	48,1	...	...	...	...
2. Variación de existencias	33,7	22,9	41,8	51,4	31,1	33,1	35,6	...	...	...	...
TOTAL	246,7	267,7	325,1	366,1	351,2	362,1	405,1	...	...	...	...

(a) Desde la publicación de las cifras definitivas de la Contabilidad Nacional de 1970, el INE ha dejado de proporcionar los datos incluidos en este Apéndice.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1969).

Precios de los componentes del P. N. B.

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (a)	1973 (b)
P. N. B. a precios de mercado	8,4	6,3	10,4	6,2	6,0	4,6	3,5	5,7	7,9	8,2	10,6
Importaciones de bienes y servicios	1,9	2,3	3,8	4,0	3,4	12,1	3,5	7,3	6,3	3,3	10,6
Recursos=Empleos	7,7	5,8	9,4	5,9	5,7	5,6	3,5	5,8	7,2	7,5	10,4
Consumo privado	7,8	6,4	11,6	6,3	5,7	5,3	3,0	6,3	8,4	8,4	11,9
Consumo público	12,0	7,6	11,5	15,7	17,2	7,6	8,6	6,5	8,5	11,4	10,4
Formación bruta de capital fijo	7,2	4,7	4,1	2,3	1,9	5,8	4,2	5,2	5,6	5,6	7,8 (c)
Variación de existencias . . . . .	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Exportación de bienes y servicios	6,2	2,9	8,3	5,2	2,0	6,2	2,4	5,0	6,2	5,9	14,9

(a) Provisional.

(b) Avance.

(c) Formación bruta de capital=Formación bruta de capital fijo más variación de existencias.

FUENTE: Instituto de Estudios Fiscales (1963-1964) e Instituto Nacional de Estadística (1965-1973).

Sector primario. Composición del valor de la producción total (a)

Campaña agrícola	Pesetas corrientes							Miles de millones de pesetas		
	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70	1970-71	1971-72	1972-73 (b)
Agricultura	189,3	177,7	197,3	223,1	222,0	253,7	254,4	258,0	292,3	333,1
Cereales, leguminosas y paja	64,2	59,2	65,8	71,0	73,1	87,4	87,4	79,7	101,2	100,9
Feculentas	14,1	13,5	17,5	19,9	13,9	19,8	19,8	20,2	18,8	23,8
Vino y subproductos	10,2	15,7	11,9	14,7	13,5	15,6	14,1	14,0	18,3	25,8
Aceite y subproductos	19,0	3,9	11,6	15,8	10,2	17,8	14,3	18,7	16,2	24,4
Hortalizas	23,4	22,6	24,8	27,8	28,8	30,4	32,5	37,8	37,0	43,0
Frutas	29,0	31,4	33,1	38,5	38,2	40,7	46,8	44,4	52,4	61,5
Cultivos industriales	9,7	9,1	10,3	10,5	11,1	12,6	12,4	13,8	14,8	14,2
Resto (c)	19,7	22,3	22,3	24,9	25,2	29,4	27,1	29,4	33,6	39,5
Ganadería	117,7	115,7	132,0	154,3	152,6	162,5	174,1	183,2	194,3	212,2
Carne	43,0	44,3	53,0	65,1	69,8	75,6	83,9	88,4	94,4	106,1
Leche	18,0	20,7	24,3	29,1	28,8	31,7	34,5	37,1	42,8	49,9
Huevos	16,3	14,4	17,8	16,4	16,9	16,9	16,9	17,8	17,9	17,4
Trabajo de ganado	25,3	26,9	27,9	28,6	27,5	28,8	26,7	29,1	29,0	27,9
Resto (d)	15,1	9,4	9,0	15,1	9,6	9,5	10,1	9,9	10,3	10,9
Forestal	12,8	13,6	14,8	15,7	17,3	17,5	18,7	19,9	22,9	21,6
Pesca (e)	11,3	12,4	15,3	16,5	19,8	21,6	22,3	25,9	33,3	...
TOTAL	331,1	319,4	359,4	409,6	411,7	455,3	469,5	486,1	542,8	...

(a) No se descuenta los autoconsumos de las explotaciones.

(b) Avance.

(c) Condimentos, varios, praderas artificiales y forrajes, pasto y semilla.

(d) Lana, miel y cera, estiércol.

(e) No se dispone de una serie temporal del valor de la producción anual pesquera obtenible a partir de la Contabilidad Nacional. Se ha optado por tomar los valores anuales de la pesca marítima desembarcada, procedentes de la Dirección General de Pesca Marítima y recogidos en el «Boletín del Instituto Nacional de Estadística». Los valores corresponden al primero de los dos años que forman la campaña agrícola.

FUENTE: Ministerio de Agricultura e Instituto Nacional de Estadística.

Sector primario. Principales producciones físicas

Campaña agrícola	1963-64	1964-65	1965-66	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70	1970-71	1971-72	1972-73	1973-74 (a)
Agricultura:											
Trigo (millones de Qm.)	48,6	39,7	47,1	48,8	56,0	53,1	46,2	40,6	54,6	45,6	39,1
Cebada (millones de Qm.)	20,7	16,9	18,9	20,1	26,3	34,4	39,7	31,0	47,8	43,6	44,1
Maíz (millones de Qm.)	11,7	12,0	11,4	11,5	12,0	14,7	15,1	18,2	20,6	19,2	20,5
Patata (millones de Qm.)	50,7	42,5	40,8	41,7	45,1	45,5	47,9	54,3	47,8	52,7	53,6
Vino (millones de Hl.)	25,8	34,9	26,5	36,4	23,1	23,1	24,5	24,3	24,0	26,6	39,9
Aceite (b) (millones de Qm.)	6,4	1,1	2,3	4,6	2,6	4,8	3,8	3,8	3,4	4,4	4,1
Naranja (millones de Qm.)	18,2	16,2	17,6	20,0	18,2	16,2	21,9	16,2	17,7	22,4	19,3
Remolacha (millones de Qm.)	27,5	33,3	36,8	40,4	42,8	46,2	49,8	54,3	62,1	52,2	57,6
Ganadería:											
Carne:											
<i>Vacuno</i> (miles de Tm.)	172	225	177	198	215	243	256	308	324	303	371
<i>Porcino</i> (miles de Tm.)	311	317	266	367	417	419	436	492	475	461	589
<i>Ovino</i> (miles de Tm.)	104	117	122	121	122	118	117	127	124	126	131
<i>Aves</i> (miles de Tm.)	128	141	147	213	257	257	297	316	318	329	345
Leche (c) (millones de lts.)	1.672	2.690	2.712	3.071	3.356	3.679	3.968	4.895	4.800	5.045	5.331
Huevos (millones de docenas)	579	531	535	555	546	546	610	612	616	621	...
Forestal:											
Madera (millones de m³)	5,3	5,6	5,7	6,1	5,9	6,2	6,4	8,6	...	...	...
Pastos (d) (millones de Ha.)	20,8	20,6	21,0	22,1	20,5	20,4	20,2	18,0	...	...	...
Pesca (e) (miles de Tm.)	946	1.020	1.121	1.120	1.152	1.185	1.195	1.202	1.204	...	...

(a) Provisional.

(b) De olivo y orujo.

(c) Incluye vaca, oveja y cabra, excluyéndose el autoconsumo de las crías.

(d) Prados naturales y pastizales. La cifra de la campaña 1970-71 no es comparable con la de años anteriores, al variar los criterios de estimación.

(e) Las cifras corresponden al primero de los dos años comprendidos en cada campaña agrícola.

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Servicio Sindical de Estadística e Instituto Nacional de Estadística.

Producción industrial. Índices medios anuales por grupos (a)

Índice base 100: 1962

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Índice general (a)	112,5	125,0	142,4	164,3	173,8	186,3	215,3	237,8	242,8	248,1	326,8
Industrias extractivas	100,4	98,4	104,6	105,5	104,8	109,1	108,0	105,9	108,1	110,6	100,9
Agua, gas y electricidad	112,8	128,5	137,9	163,8	176,6	199,0	226,2	245,0	270,0	296,4	330,5
Industrias manufactureras	113,3	126,6	145,3	168,3	178,3	190,7	221,9	246,3	250,1	295,1	343,3
Alimentación, bebidas y tabacos	121,4	129,5	143,7	153,8	171,6	181,7	201,4	249,7	231,8	241,5	300,7
Textiles	103,3	108,7	109,7	116,7	116,3	110,5	128,7	134,0	135,2	141,0	142,7
Vestido y calzado	110,6	125,4	143,4	171,1	174,0	199,8	218,9	224,9	228,4	257,1	250,8
Metálicas básicas	109,9	123,2	149,3	166,5	190,7	225,6	271,3	311,7	307,1	391,6	469,3
Transformados metálicos	117,4	142,2	175,6	222,1	227,5	238,8	289,4	310,9	318,1	395,4	480,0
Químicas	112,4	128,4	147,4	166,7	186,9	223,3	256,6	268,4	293,4	362,3	401,2
Otras industrias manufactureras	111,2	120,3	136,6	160,0	166,2	173,3	194,5	222,3	233,8	271,6	303,7

(a) Excluida la construcción.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores

Construcción de viviendas

Miles de viviendas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Calificaciones provisionales . . .	301,5	393,8	127,2	103,5	147,7	288,4	165,6	273,2	211,4	202,8	276,0
2. Viviendas protegidas en construcción (a)	375,5	504,1	561,5	408,8	344,5	429,3	471,0	420,1	411,2	409,4	436,4
3. Viviendas protegidas terminadas	187,9	231,2	240,8	211,4	132,1	133,4	158,0	185,3	190,7	190,8	177,6
4. Viviendas libres terminadas	18,8	25,7	42,5	57,0	72,4	114,7	112,3	122,8	128,2	145,9	171,2
5. Viviendas terminadas (3+4)	206,7	256,9	283,3	268,4	204,5	248,1	270,3	308,1	318,9	336,7	348,8

Consumo aparente de cemento

Miles de toneladas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Producción interna	7.123,0	8.177,3	9.839,8	11.812,0	13.099,4	14.908,3	16.012,7	16.536,1	16.993,2	19.441,0	36.098,8
2. Importaciones . . . . .	...	1.170,2	1.960,5	1.121,4	604,7	156,2	222,6	125,6	66,5	41,3	179,0
3. Exportaciones . . . . .	...	6,7	7,7	9,2	13,0	58,8	89,3	146,6	610,9	722,1	876,4
4. Consumo aparente (1+2—3) . . . . .	...	9.280,8	11.792,6	12.924,2	13.691,1	15.005,7	16.146,0	15.516,1	16.448,8	18.760,2	35.401,4

Consumo aparente de acero

Miles de toneladas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Producción interna	3.150	3.515	3.847	4.512	5.083	6.019	7.394	8.025	9.532,5	10.520,8
2. Importaciones	1.248	2.851	2.317	1.802	1.380	2.244	2.535	1.158	1.468,9	1.460,4
3. Exportaciones	113	24	54	74	100	165	330	1.186	1.851,2	2.204,0
4. Consumo aparente (1+2—3)	4.285	6.342	6.110	6.240	6.363	8.098	9.599	7.997	9.150,2	9.777,2

Indice de edificación y construcción

Indice base 100: 1962

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Indice de edificación y construcción (b)	113,5	134,2	146,4	157,3	159,1	169,5	182,1	188,2	199,6	211,5	278,2

(a) Medias anuales.

(b) Medias anuales. Producción interna de cemento, fibrocemento, porcelana y azulejos, refractarios y vidrio, incluyéndose también las importaciones de cemento.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística; Grupo de Empresas de Obras Públicas de Ambito Nacional (SEOPAN); Unión de Empresas y Entidades Siderúrgicas (UNESID); Instituto Nacional de la Vivienda; Ministerio de Comercio.

Población activa. Principales componentes (a)

Miles de personas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972 (b)	1973 (b) (d)
Agricultura y pesca	4.473,7	4.299,6	4.126,2	4.001,1	3.949,1	3.919,1	3.851,5	3.706,3	3.658,2	3.558,0	3.195,8
Industria	4.022,7	4.139,4	4.261,6	4.375,4	4.454,6	4.515,7	4.600,7	4.746,4	4.786,0	4.858,5	4.605,6
Extractivas	172,4	164,1	155,9	147,9	140,1	134,5	129,3	120,7	118,6	...	...
Manufactureras	2.871,0	2.968,9	3.070,6	3.153,6	3.187,2	3.231,0	3.298,8	3.437,8	3.473,6	...	...
Construcción y obras públicas...	896,7	923,0	950,6	987,9	1.030,1	1.061,7	1.083,1	1.096,5	1.101,5	1.122,8	1.211,0
Agua, gas y electricidad	82,6	83,4	84,5	85,7	87,2	88,5	89,5	91,6	92,3	...	...
Servicios	3.452,3	3.593,0	3.738,3	3.853,9	3.940,5	4.027,6	4.104,3	4.279,5	4.354,4	4.494,5	4.969,9
TOTAL	11.948,7	12.032,0	12.126,1	12.230,4	12.344,2	12.462,4	12.556,5	12.732,2	12.798,6	12.911,0	12.771,3

Porcentajes

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 (b)	1972 (b)	1973
Agricultura y pesca	37,4	35,7	34,0	32,7	32,0	31,5	30,7	29,1	28,6	27,6	25,0
Industria	33,7	34,4	35,1	35,8	36,1	36,2	36,6	37,3	37,4	37,6	36,1
Extractivas	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	...	...
Manufactureras	24,0	24,7	25,3	25,8	25,9	25,9	26,3	27,0	27,1	...	...
Construcción y obras públicas...	7,5	7,7	7,8	8,1	8,4	8,5	8,6	8,6	8,6	8,7	9,5
Agua, gas y electricidad	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	...	...
Servicios	28,9	29,9	30,9	31,5	31,9	32,3	32,7	33,6	34,0	34,8	38,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tasa de actividad (c)	38,17	38,01	37,95	37,84	36,93	37,68	37,60	37,43	37,60	37,60	37,20

(a) Media de las cifras del cuarto trimestre del año correspondiente y del precedente.

(b) Avance.

(c) Relación entre la población activa y la población total.

(d) Semisuma del primero y segundo semestre de 1972.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, «Encuesta de Población Activa», 1972.

Paro estimado. Cifras absolutas y su relación con la población activa

Medias anuales	Cifras absolutas										Miles de personas
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Agrícola	65,9	80,6	84,3	48,4	38,7	50,1	42,3	31,4
No agrícola	84,0	106,9	161,8	147,0	138,6	190,5	194,0	149,0
Construcción	50,1	46,2	45,8	75,8	73,5	51,6
Resto de la industria	80,3	72,4	64,9	80,3	80,6	63,9
Servicios	31,4	28,4	27,9	34,4	39,8	33,5
TOTAL	119,0	154,0	188,2	149,9	187,5	246,1	195,4	177,3	240,6	236,2	180,4

Medias anuales		Porcentaje sobre el correspondiente grupo de población activa (a)									
	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973 (b)
Agrícola	1,65	2,04	2,15	1,26	1,05	1,37	1,19	0,98
No agrícola	1,02	1,27	1,89	1,69	1,53	2,08	2,07	1,56
Construcción	4,72	4,27	4,18	6,88	6,55	4,26
Resto de la industria	2,32	2,06	1,82	2,18	2,16	1,88
Servicios	0,78	0,69	0,65	0,79	0,89	0,67
TOTAL	1,00	1,28	1,55	1,23	1,52	1,97	1,56	1,39	1,88	1,83	1,41

(a) Los porcentajes se han obtenido dividiendo la media anual de paro por la cifra de población activa de cada sector presentada en el Apéndice 14.
(b) Avance.

Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas

Medias anuales de los principales sectores

Retribución media por hora trabajada

Pesetas/hora

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Industria (sin construcción)	19,14	22,29	26,05	28,75	32,36	36,11	41,04	46,59	54,49	65,11
Extractivas	24,34	30,01	36,21	40,16	46,03	52,43	58,98	65,47	76,26	95,33
Agua, gas y electricidad	23,78	28,12	35,68	42,27	46,03	51,23	59,21	70,63	85,69	98,87
Manufactureras	18,60	21,58	25,12	27,63	31,13	34,67	39,43	44,79	52,23	62,77
Construcción	14,17	16,49	18,99	22,45	24,86	27,36	31,59	36,51	43,06	51,66
Comercio, banca y seguros	22,12	25,19	30,04	35,43	38,67	43,82	49,19	56,13	64,95	77,30
TOTAL (a)	18,36	21,31	24,94	28,82	31,44	35,12	40,09	45,73	53,55	64,14

Media anual de los cuatro trimestres

Horas trabajadas (normales y extraordinarias)

Millones de horas

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Industria (sin construcción)	377,2	396,3	397,7	394,5	389,1	392,4	402,2	404,7	406,3	404,2
Extractivas	24,5	24,0	21,8	21,4	20,2	20,1	19,9	19,1	18,4	16,3
Agua, gas y electricidad	12,0	12,2	11,9	11,7	11,9	12,3	12,9	13,0	13,0	12,5
Manufactureras	340,7	360,1	364,0	361,4	357,0	360,0	369,4	372,5	374,9	375,4
Construcción	110,1	119,1	118,3	112,7	109,0	106,6	101,8	99,1	92,9	92,8
Comercio, banca y seguros	44,9	46,5	48,7	48,8	49,5	50,5	52,8	54,5	55,2	56,1
TOTAL (a)	532,2	561,9	564,7	556,0	547,6	549,5	556,8	558,3	554,4	553,1

(a) De los sectores que incluye la encuesta.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística, «Encuesta trimestral de salarios».

Salarios. Agrícolas e industriales
Medias anuales

Indice base 100: 1963

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Salarios agrícolas	100,0	110,9	122,0	139,5	155,1	168,9	184,4	211,9	230,8	264,8	315,5
Salarios industriales (a)	100,0	115,2	135,9	157,5	182,2	196,6	214,8	251,5	287,8	338,4	395,9
Salarios de las industrias manufac- tureras	100,0	115,0	135,1	157,4	181,7	195,7	213,1	251,1	288,0	338,6	395,8

(a) Excluida la construcción. Incluye los salarios de las industrias manufactureras.

FUENTE: Ministerio de Agricultura, «La Coyuntura Agraria». Instituto Nacional de Estadística.

Coste de la vida. General y componentes

Medias anuales

Índice base 100: 1968

	Ponderación	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Índice general	100,00	69,6	74,5	84,3	89,6	95,3	100,0	102,2	108,0	116,9	126,6	141,1
Productos alimenticios	49,39	72,5	76,2	88,2	92,2	95,7	100,0	102,0	105,7	113,9	124,3	140,2
Productos no alimenticios	50,61	67,0	72,8	80,5	87,1	94,9	100,0	102,4	110,2	119,9	128,8	141,9
Vestido y calzado	13,94	61,4	69,7	78,5	86,2	96,1	100,0	102,5	112,1	121,5	132,2	151,2
Vivienda	7,95	68,4	72,2	79,8	86,1	93,6	100,0	101,4	106,3	112,6	118,3	130,5
Gastos de casa	9,89	77,1	83,1	89,0	92,7	96,8	100,0	101,0	107,3	115,5	122,3	131,5
Gastos diversos	18,83	65,3	70,7	77,1	84,6	93,5	100,0	103,5	112,3	124,1	134,1	145,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Precios al por mayor. General y principales componentes

Medias anuales

Indice base 100: 1955

	Ponde- ración	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Indice general	100,0	164,0	168,7	185,8	190,6	191,6	196,0	200,9	204,2	215,8	232,1	254,4
Alimentos, bebidas y tabacos	52,3	177,1	180,8	209,2	215,6	216,3	222,9	228,3	228,4	244,9	265,7	293,4
Componentes no alimenticios	47,7	149,7	156,2	160,1	163,1	164,6	166,0	170,9	180,0	183,9	195,2	211,6
Textiles	13,4	126,9	131,3	132,1	134,3	136,3	134,6	135,7	138,5	139,1	145,9	...
Cueros, pieles y derivados	2,6	161,3	165,9	174,4	192,7	195,3	202,9	226,5	218,2	224,5	290,1	...
Materiales de construcción	3,7	150,2	155,3	158,7	161,3	164,3	164,4	166,3	171,8	174,6	179,5	...
Minerales metálicos	1,1	185,9	224,2	241,8	251,6	263,1	265,7	271,5	285,7	286,7	286,8	...
Minerales, productos metálicos y maqui- naria	9,4	149,2	156,1	165,1	168,5	166,5	170,2	176,0	186,2	187,1	190,4	...
Combustibles, lubricantes y energía eléc- trica	9,1	190,6	194,3	197,1	197,4	199,0	201,9	207,0	218,6	239,6	246,1	...
Productos químicos	6,0	129,9	136,4	144,4	145,4	146,4	150,5	152,1	160,7	170,9	173,6	...
Grupos especiales:												
Materias primas	—	149,8	157,2	164,2	167,0	165,2	170,2	179,4	186,8	197,6	210,5	...
Productos acabados	—	148,3	152,5	156,0	159,0	161,0	161,9	164,8	170,9	176,4	183,4	...
Productos agrícolas	—	176,6	177,9	205,4	214,5	212,5	219,2	223,8	224,2	237,0	249,0	272,5
Productos agrícolas industrializados	—	161,0	174,0	188,6	187,8	196,4	201,9	204,7	202,8	215,0	243,0	275,6
Productos industriales	—	149,3	153,8	158,5	161,5	163,6	165,5	169,0	176,0	180,5	190,3	206,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Precios agrícolas. Percibidos y pagados por el agricultor y su índice de paridad

Medias anuales

Índice base 100: 1964

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Índice de precios percibidos	100,0	117,1	121,4	118,5	125,8	131,6	129,1	135,8	150,2	167,7
2. Índice de precios pagados	100,0	103,3	106,2	108,9	110,0	111,8	114,0	119,7	121,4	135,1
3. Índice de paridad (1/2), 100	100,0	113,4	114,3	108,8	114,4	117,7	113,2	113,5	123,7	124,1

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Boletín Mensual de Estadística Agraria.

Balance consolidado del sistema crediticio

Banco de España, banca privada, instituciones de ahorro y crédito oficial

Miles de millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
SECTOR PUBLICO	302,6	28,8	25,9	9,0
CREDITO (NETO)	109,9	— 23,0	— 14,3	15,2
Administración Central	37,2	2,3	— 21,5	15,3
Emisión moneda metálica	24,5	1,0	0,7	0,5
Créditos y anticipos	12,7	1,3	— 22,2	14,8
Organismos oficiales y corporaciones locales	72,7	— 25,3	7,2	— 0,1
Créditos a organismos agrícolas	70,6	— 6,5	0,4	8,5
Créditos a otros organismos y corporaciones	82,6	— 6,8	7,8	7,8
Depósitos	— 80,5	— 12,0	— 1,0	— 16,9
FONDOS PUBLICOS	504,0	71,9	58,0	29,1
BONOS DEL TESORO	— 9,6	—	—	— 9,6
Abonados al Tesoro	— 11,9	—	—	— 11,9
En poder de Banca y Cajas	2,3	—	—	2,3
FINANCIACION AL CREDITO OFICIAL	— 301,7	— 20,1	— 17,8	— 25,7
SECTOR PRIVADO	3.218,9	314,5	455,0	701,1
Créditos y descuentos	2.824,6	265,3	416,3	614,0
Valores industriales	394,3	49,2	38,7	87,1
SECTOR EXTERIOR	328,6	83,7	81,9	63,2
Reservas netas	402,7	100,9	96,1	80,3
Otros saldos exteriores	— 68,5	— 14,7	— 11,8	— 17,5
Contrapartidas exteriores	— 5,6	— 2,5	— 2,4	0,4
ACTIVO REAL	113,9	11,4	14,3	21,5
OTROS ACTIVOS	88,6	25,1	20,2	33,3
Bancos y banqueros (saldo neto)	89,6	11,3	11,1	36,0
Diversas (saldo neto)	— 1,0	13,8	9,1	— 2,7
TOTAL	4.052,6	463,5	597,3	828,1
PASIVO				
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS	3.696,9	465,7	556,8	723,1
Oferta monetaria	1.401,9	173,2	219,6	269,2
Billetes y moneda metálica	387,1	31,3	33,9	58,9
Depósitos a la vista	1.014,8	141,9	185,7	210,3
Depósitos de ahorro	1.106,2	112,3	178,2	170,4
Depósitos a plazo y ahorro vinculado	1.188,8	180,2	159,0	283,5
DEPOSITOS DE IMPORTACIONES	—	— 25,7	—	—
BONOS Y OBLIGACIONES BANCARIAS Y CEDULAS				
E. O. C. (a)	70,4	0,1	1,3	31,9
Bonos y obligaciones bancarias	61,8	0,9	1,5	32,0
Cédulas E. O. C.	8,6	— 0,8	— 0,2	— 0,1
CUENTAS DE CAPITAL	285,3	23,4	39,1	73,1
TOTAL	4.052,6	463,5	597,3	828,1

- (a) Los bonos de caja y las cédulas de los Bancos Hipotecario y de Crédito Local en poder del sistema crediticio están excluidos tanto del activo como del pasivo.

**Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario
y de la base monetaria**

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
I. ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO.				
	221,9	53,8	25,5	21,6
A.1. Efectivo y depósitos (B.1.1.+B.2.1.)	142,2	36,8	29,9	30,6
A.2. Disponibles (B.1.2.+B.2.2.)	79,7	17,0	— 4,4	— 9,0
B.1. Banca	172,8	52,9	— 4,4	13,0
B.1.1. Efectivo y depósitos	109,7	35,5	10,8	25,5
Efectivo	35,7	3,0	5,7	9,5
Depósitos en el Banco España	60,7	32,5	4,3	5,5
Depósitos obl. O. M. 19-X-71	13,2	—	2,8	10,4
B.1.2. Disponibles	63,1	17,4	— 15,2	— 12,5
Créditos con garantía de fondos públicos	52,6	5,8	—	0,2
Otros créditos	1,4	— 0,8	—	—
Redescuento ordinario	0,4	— 6,4	— 2,0	— 6,1
Efectos especiales en cartera (a)	2,2	11,7	— 7,0	— 4,9
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C. en cartera (a)	0,3	7,7	— 7,4	— 0,5
Fondos públicos pignorables en cartera (a)	6,2	— 0,5	1,2	— 1,2
B.2. Cajas de ahorro	49,1	0,9	29,9	8,6
B.2.1. Efectivo y depósitos	32,5	1,3	19,1	5,2
Efectivo	10,9	0,7	2,3	1,4
Depósitos en Banco España	21,6	0,6	16,8	3,8
B.2.2. Disponibles (cuentas de crédito)	16,6	— 0,4	10,8	3,4
II. EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO	— 387,1	— 31,6	— 40,5	— 52,4
III. SECTOR EXTERIOR	389,5	101,0	90,5	78,2
Oro y divisas convertibles (b)	392,8	99,6	95,4	75,6
Acreedores en divisas convertibles	— 0,2	2,9	0,6	0,4
Divisas no convertibles (neto)	1,8	— 1,5	— 2,9	1,8
Otras cuentas (neto)	3,9	2,9	0,3	0,4
Derechos especiales de giro asignados	— 8,8	— 3,0	— 2,9	—
IV. SECTOR PUBLICO	79,5	— 21,6	— 23,5	17,8
Administración Central	37,3	2,4	— 21,5	15,4
Cuentas del Tesoro	3,1	— 11,7	— 22,9	18,9
Moneda metálica	24,6	1,1	0,7	0,6
Servicio financiero deudas	2,4	— 2,1	1,8	— 3,4
Otras cuentas	7,2	— 10,8	— 1,1	— 0,7
Organismos autónomos	42,2	— 23,9	— 2,0	2,4
Créditos a organismos agrícolas	63,1	— 6,4	0,4	8,4
Créditos a otros organismos	15,0	— 13,9	0,2	— 0,1
Depósitos	— 35,9	— 3,6	— 2,6	— 5,9

(a) Automáticamente monetizables en el Banco de España.

(b) Incluidos «Derechos especiales de giro» y «Posición neta en el F. M. I.».

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario y de la base monetaria

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
V. BONOS DEL TESORO.....	— 2,2	—	—	— 2,2
En cartera	9,7	—	—	9,7
Abonados al Tesoro	— 11,9	—	—	— 11,9
VI. OTROS FACTORES.....	— 10,5	5,6	— 7,0	— 11,9
E. O. C.	— 5,9	— 6,0	4,2	— 4,0
Sector privado.....	— 12,5	— 7,0	— 1,8	—
Activo real.....	0,8	—	0,1	0,3
Cuentas de capital.....	— 38,1	1,9	3,6	— 27,9
Desfase contable.....	— 4,3	— 0,9	— 0,1	0,2
Diversos no clasificados	49,5	17,5	— 13,0	19,5
VII. CREDITOS AL SISTEMA BANCARIO (A.1.+A.2.=B.1.+B.2.)	157,2	— 25,3	6,0	— 7,9
A.1. Dispuestos (B.1.1.+B.2.1.)	73,0	— 42,4	10,4	1,1
A.2. Disponibles (B.1.2.+B.2.2.)	79,7	17,0	— 4,4	— 9,0
B.1. Banca	134,9	— 24,8	— 4,9	— 11,7
Cuentas con garantía de fondos públicos (límites)	55,9	0,4	0,1	1,1
Otros créditos (límites).....	1,7	— 1,5	1,2	— 1,7
Redescuento ordinario (líneas)	6,4	— 22,7	3,0	— 9,0
Redescuento especial (c)	53,9	— 0,5	— 10,5	— 0,9
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C. (c)	10,8	—	0,1	—
Fondos públicos pignorable en cartera de la banca	6,2	— 0,5	1,2	— 1,2
B.1.1. Dispuestos.....	71,8	— 42,2	10,3	0,8
Cuentas con garantía de fondos públicos	3,3	— 5,3	0,1	0,9
Otros créditos.....	0,3	— 0,7	1,2	— 1,7
Redescuento ordinario	6,0	— 16,3	5,0	— 2,9
Redescuento especial.....	51,7	— 12,2	— 3,5	4,0
Pagarés S. N. C. y pólizas E. O. C.	10,5	— 7,8	7,5	0,5
B.1.2. Disponibles (detalle en I.B.1.2.)	63,1	17,4	— 15,2	12,5
B.2. Cajas de ahorro	17,8	— 0,6	10,9	3,8
B.2.1. Dispuestos.....	1,2	— 0,1	0,1	0,4
B.2.2. Disponibles	16,6	— 0,4	10,8	3,4
VIII. BASE MONETARIA (I—II=III a VII)	609,0	85,4	66,0	74,0
1. Base monetaria restringida (I A.1.—II=III a VI+VII A.1.).....	529,3	68,4	70,4	83,0
2. Disponibles (I A.2.=VII A.2.)	79,7	17,0	— 4,4	— 9,0

(c) Suma de los efectos redescontados o endosados al Banco de España y de los que tiene la banca en su poder.

Balance ajustado de la banca

Miles de millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	165,2	46,8	9,8	20,9
Caja	35,7	3,0	5,7	9,7
Banco de España: Depósitos	75,0	38,8	4,9	10,2
Banco de España: Disponible	54,5	5,1	— 0,8	1,2
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	20,4	— 23,7	17,3	43,6
Bancos (neto)	79,8	6,3	10,3	37,5
Cajas de ahorro (neto)	— 64,8	— 30,7	7,3	6,3
E. O. E. (neto)	— 1,5	— 0,6	— 3,4	1,4
Operaciones por cuenta de otros bancos	6,9	1,3	3,1	— 1,6
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 51,3	— 15,2	— 8,0	— 13,3
En pesetas (neto)	— 23,8	— 8,4	— 5,8	3,1
En moneda extranjera	— 27,5	— 6,8	— 2,2	— 16,4
Activo	219,0	31,1	60,9	56,9
En pesetas	4,7	0,5	1,3	1,6
En moneda extranjera	214,3	30,6	59,6	55,3
Pasivo	— 270,3	— 46,2	— 68,9	— 70,2
En pesetas	— 28,5	— 8,9	— 7,1	1,5
En moneda extranjera	— 241,8	— 37,3	— 61,8	— 71,7
SECTOR PUBLICO	337,6	53,5	30,2	12,9
Fondos públicos	330,1	53,6	30,2	12,8
Bonos del Tesoro	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	7,5	— 0,1	—	— 0,1
SECTOR PRIVADO	2.190,7	209,2	368,0	510,4
Créditos dispuestos	2.076,5	200,3	351,6	481,8
Efectos	1.337,2	135,4	207,1	266,2
Pólizas	745,3	64,9	144,5	215,6
Principal	2.252,7	227,1	399,6	514,9
Disponible (—)	176,2	— 26,8	— 48,0	33,1
Valores industriales	114,2	8,9	16,4	28,6
De renta fija	3,1	0,3	1,1	0,4
De renta variable	111,1	8,6	15,3	28,2
ACTIVO REAL	52,5	5,2	7,8	11,3
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	2.715,1	275,8	426,1	585,8
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	204,2	18,5	28,1	47,0
DEPOSITOS	2.243,6	294,2	366,1	476,6
A la vista	910,7	129,8	163,1	187,6
De ahorro	542,1	56,7	90,3	72,8
A plazo	790,5	107,8	112,9	216,2
Hasta 2 años	510,3	81,8	65,6	35,8
A más de 2 años	280,2	26,0	47,3	180,4
Ahorro vinculado	0,3	— 0,1	— 0,2	0,1
BONOS DE CAJA	114,6	3,7	21,6	55,1
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	126,0	— 37,9	10,2	1,0
Dispuesto	71,5	— 43,0	11,0	— 0,2
Disponible	54,5	5,1	— 0,8	1,2
DIVERSAS (NETO)	26,7	— 2,7	— 0,9	6,1
Diversas de activo	— 82,0	— 10,4	— 19,8	— 20,7
Diversas de pasivo	66,1	5,6	13,8	19,4
Resultados y reservas no expresas	42,6	2,1	5,1	7,4

Balance ajustado de la banca comercial

Millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACIONES		
		1971	1972	1973
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	154,4	46,8	7,9	16,8
Caja	35,0	3,0	5,6	9,2
Banco de España: Depósitos	67,6	38,0	3,2	7,2
Banco de España: Disponible	51,8	5,8	— 0,9	0,2
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	— 25,5	— 32,5	— 3,5	35,5
Bancos (neto)	33,3	— 4,4	— 11,2	36,2
Cajas de ahorro (neto)	— 64,1	— 28,8	8,0	— 0,4
E. O. C. (neto)	— 1,5	— 0,6	— 3,4	1,4
Operaciones por cuenta de otros bancos	6,7	1,3	3,1	1,8
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 49,2	— 14,2	— 8,7	— 13,5
En pesetas (neto)	— 23,1	— 8,4	— 5,8	3,8
En moneda extranjera (neto)	— 26,1	— 5,8	— 2,9	— 17,3
Activo	198,3	21,2	57,1	48,9
En pesetas	4,6	0,5	1,3	1,5
En moneda extranjera	193,7	20,7	55,8	47,4
Pasivo	— 247,5	— 36,3	— 65,8	— 62,4
En pesetas	— 27,7	— 8,9	— 7,1	2,3
En moneda extranjera	— 219,8	— 27,4	— 58,7	— 64,7
SECTOR PUBLICO	331,3	52,9	29,2	11,3
Fondos públicos	323,8	53,0	29,2	11,2
Bonos del Tesoro	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	7,5	0,1	—	0,1
SECTOR PRIVADO	1.865,1	177,8	303,5	397,2
Créditos dispuestos	1.782,5	171,1	294,1	377,7
Efectos	1.236,8	123,1	195,3	247,0
Pólizas	545,7	48,0	98,8	130,7
Principal	1.932,0	195,8	332,6	403,4
Disponible (—)	149,5	— 24,7	— 38,5	25,7
Valores industriales	82,6	6,7	9,4	19,5
De renta fija	2,2	0,2	0,7	0,3
De renta variable	80,4	6,5	8,7	19,2
ACTIVO REAL	47,4	4,7	6,8	9,6
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	2.323,5	235,5	336,6	456,9
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	159,5	10,4	20,7	33,3
DEPOSITOS	2.037,7	259,0	311,7	413,3
A la vista	865,0	120,8	156,2	175,4
De ahorro	533,5	55,8	89,3	71,5
A plazo	638,9	82,6	66,1	166,4
Hasta 2 años	506,1	81,8	64,4	33,8
A más de 2 años	132,8	—	0,1	132,6
Ahorro vinculado	0,3	— 0,1	— 0,2	— 0,1
BONOS DE CAJA	—	—	—	—
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	101,0	43,2	7,6	+ 0,5
Dispuesto	49,2	47,4	8,5	0,1
Disponible	51,8	— 4,2	— 0,9	0,4
DIVERSAS (NETO)	25,3	— 2,3	— 3,2	9,8
Diversas de activo	— 75,1	— 8,5	— 19,2	— 16,6
Diversas de pasivo	57,6	3,9	10,9	16,7
Resultados y reservas no expresas	42,7	2,3	5,1	9,6

Balance ajustado de la banca industrial

Millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACIONES		
		1971	1972	1973
CAJA Y BANCO DE ESPAÑA	10,8	—	1,9	4,1
Caja.	0,7	—	0,1	0,3
Banco de España: Depósitos	7,4	0,8	0,7	3,0
Banco de España: Disponible.	2,7	— 0,8	0,1	0,8
BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y E. O. C.	45,9	8,8	20,8	8,1
Bancos (neto)	46,5	10,7	21,5	1,3
Cajas de ahorro (neto).	— 0,7	— 1,9	— 0,7	6,7
E. O. C. (neto).	—	—	—	—
Operaciones por cuenta de otros bancos	0,2	—	—	—
SECTOR EXTERIOR (NETO)	— 2,1	— 1,0	— 0,7	0,2
En pesetas (neto)	— 0,7	—	—	— 0,7
En moneda extranjera (neto)	— 1,4	— 1,0	— 0,7	0,9
Activo	20,7	9,9	— 3,8	8,0
<i>En pesetas</i>	0,1	—	—	0,1
<i>En moneda extranjera</i>	20,6	9,9	— 3,8	7,9
Pasivo	— 22,8	— 10,9	3,1	— 7,8
<i>En pesetas</i>	— 0,8	—	—	— 0,8
<i>En moneda extranjera</i>	— 22,0	— 10,9	3,1	— 7,0
SECTOR PUBLICO	6,3	0,6	1,0	1,6
Fondos Públicos.	6,3	0,6	1,0	1,6
Bonos del Tesoro.	—	—	—	—
Pagarés del S. N. C.	—	—	—	—
SECTOR PRIVADO	325,6	31,4	64,5	113,2
Créditos dispuestos	294,0	29,2	57,5	104,1
<i>Efectos</i>	94,4	12,3	11,8	19,2
<i>Pólizas</i>	199,6	16,9	45,7	84,9
<i>Principal</i>	320,7	31,3	67,0	11,5
<i>Disponible (—)</i>	26,7	— 2,1	— 9,5	7,4
Valores industriales.	31,6	2,2	7,0	9,1
<i>De renta fija</i>	0,9	0,1	0,4	0,1
<i>De renta variable</i>	30,7	2,1	6,6	9,0
ACTIVO REAL	5,1	0,5	1,0	1,7
TOTAL ACTIVO=TOTAL PASIVO	391,6	40,3	88,5	128,9
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	44,7	8,1	7,4	13,7
DEPOSITOS	205,9	35,2	54,6	63,3
A la vista	45,7	9,0	6,9	12,2
De ahorro	8,6	0,9	1,0	1,3
A plazo	151,6	25,2	46,8	49,8
<i>Hasta 2 años</i>	4,2	—	— 1,2	2,0
<i>A más de 2 años</i>	147,4	26,0	47,2	47,8
Ahorro vinculado	—	—	—	—
BONOS DE CAJA	114,6	3,7	21,6	55,1
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	25,0	— 5,3	2,6	0,5
Dispuesto.	22,3	— 4,4	2,5	— 0,3
Disponible	2,7	— 0,9	0,1	0,8
DIVERSAS (NETO)	1,4	— 0,4	2,3	— 3,7
Diversas de activo	— 6,9	— 1,9	— 0,6	— 4,1
Diversas de pasivo	8,5	1,7	2,9	2,7
Resultados y reservas no expresas	— 0,1	— 0,2	—	— 2,2

Balance consolidado de las instituciones de ahorro
Caja Postal, Confederación y Cajas confederadas

Miles de millones de pesetas

ACTIVO	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
CAJAS Y BANCOS	118,0	35,1	17,2	8,0
Efectivo en caja	11,4	— 1,1	2,7	1,2
Banco de España: Depósitos	21,3	0,7	16,4	3,8
Banco de España: Disponible	16,6	— 0,4	10,7	3,5
Banca: Depósitos (a)	68,7	34,0	— 12,6	— 0,5
Banca: Otros disponibles	—	—	—	—
Entidades oficiales de crédito: Depósitos	—	— 0,3	—	—
SECTOR PUBLICO	185,7	18,8	25,9	19,0
Pagarés del Tesoro	2,3	—	—	2,3
Fondos públicos	180,1	18,8	27,5	16,1
Crédito a corporaciones locales y organismos públicos	2,3	—	0,2	0,6
Crédito a E. O. C.	1,0	—	— 1,8	—
SECTOR PRIVADO	829,3	99,5	127,8	180,5
Crédito a particulares y empresas	490,7	54,7	68,2	105,7
Hipotecarios	280,9	36,6	44,8	58,9
Otros	193,4	16,0	23,4	46,0
Con fondos del Banco de Crédito Agrícola	16,4	2,1	—	0,8
Valores industriales	338,6	44,8	59,6	74,8
ACTIVO REAL	59,0	5,5	6,3	9,8
TOTAL	1.192,0	158,9	177,2	217,3
PASIVO				
CUENTAS DE CAPITAL	57,7	6,0	10,2	13,7
Patrimonio y reservas	55,6	6,0	10,2	13,7
Fondo de regularización	2,1	—	—	—
DEPOSITOS	1.106,8	149,7	153,2	201,5
Depósitos de particulares y empresas	1.061,6	141,2	152,6	192,1
A la vista	94,1	12,3	16,8	24,1
De ahorro	564,1	55,7	88,0	97,5
A plazo	397,0	73,0	46,6	71,0
Ahorro vinculado	6,4	0,2	1,2	— 0,5
Depósitos de entidades y organismos públicos	44,7	8,5	— 1,5	11,0
Depósitos de E. O. C.	0,5	—	2,1	— 1,6
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	17,8	— 0,5	10,8	4,0
Dispuesto	0,5	— 0,1	0,1	0,2
Disponible	16,6	— 0,4	10,7	3,5
Endoso de pólizas de crédito agrícola y pesquero	0,7	—	—	0,3
OTROS CREDITOS	16,9	2,1	0,1	0,6
OTRAS CUENTAS (NETAS) Y AJUSTE	— 7,2	1,6	2,9	— 2,5
TOTAL	1.192,0	158,9	177,2	217,3

(a) Cifras obtenidas por diferencia.

Balance consolidado del crédito oficial

Miles de millones de pesetas

	Posición a 31 de diciembre de 1973	VARIACION		
		1971	1972	1973
A C T I V O				
CAJA Y BANCOS	9,9	6,1	— 1,7	0,3
Efectivo en caja	0,1	»	0,1	— 0,2
Banca: Depósitos	2,9	0,2	3,5	— 2,7
Cajas de ahorro: Depósitos	0,5	»	2,0	— 1,6
Banco de España: Depósitos	6,4	3,5	— 4,3	4,8
Banco de España: Disponible	—	2,4	— 3,0	—
SECTOR PUBLICO	65,3	7,1	7,4	7,8
Créditos	65,3	7,1	7,4	7,8
Fondos públicos	»	»	»	»
SECTOR PRIVADO	258,2	11,6	— 4,8	19,9
Créditos	258,2	11,6	— 4,8	19,9
Valores industriales	»	»	»	»
Valores extranjeros	»	»	»	»
PRIMAS Y SUBVENCIONES Y OTROS DEUDORES	13,2	0,7	12,5	— 0,5
ACTIVO REAL	1,5	0,6	0,2	—
TOTAL	348,1	26,1	13,6	27,5
P A S I V O				
CUENTAS DE CAPITAL	5,4	1,8	— 0,2	1,6
Patrimonio	4,5	0,5	0,1	0,5
Resultados pendientes de aplicación	0,9	0,5	0,5	1,1
Menos: Entregas al Tesoro a cuenta	—	0,8	— 0,8	—
TESORO PUBLICO	301,7	20,2	17,8	25,8
Dotaciones	295,3	22,4	18,0	20,9
Otros conceptos	6,4	— 2,2	— 0,2	4,9
SISTEMA FINANCIERO	4,3	—	— 4,8	— 0,1
Banco de España: Dispuesto	—	— 2,5	0,1	— 0,1
Banco de España: Disponible	—	2,5	— 3,0	—
Banca y cajas de ahorro	4,3	»	— 1,9	—
EMPRESTITOS	21,5	— 0,3	— 0,5	— 0,6
FINANCIACION EXTERIOR	6,3	1,0	0,1	0,4
ACREEDORES	8,9	3,4	1,2	0,4
TOTAL	348,1	26,1	13,6	27,5

Crédito al sector privado clasificado por plazos y circuitos

Miles de millones de pesetas

	V A R I A C I O N E S									Saldos a 31 de diciembre de 1973		
	1971			1972			1973					
	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo	Total	Corto plazo	Medio y largo plazo
Crédito sector privado	265,3	179,3	86,0	428,4	285,2	143,2	614,0	429,6	184,4	2.836,7	1.917,6	919,1
Privilegiados	75,8	4,7	71,1	92,2	6,6	85,6	126,8	7,4	119,4	784,1	74,6	709,5
Otros	189,5	174,6	14,9	336,2	278,6	57,6	487,2	422,2	65,0	2.052,6	1.843,0	209,6
Banco de España	—0,8	—0,8	—	—1,2	—1,2	—	—0,3	—0,3	—	—	—	—
Privilegiados	—0,8	—0,8	—	—1,2	—1,2	—	—0,3	—0,3	—	—	—	—
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Banca comercial	172,3	164,1	8,2	295,9	257,6	38,3	382,8	343,4	39,4	1.794,8	1.661,5	133,3
Privilegiados	20,4	6,8	13,6	38,6	6,7	31,9	43,5	6,0	37,5	155,7	30,9	124,8
Otros	151,9	157,3	—5,4	257,3	250,9	6,4	339,3	337,6	1,9	1.639,1	1.630,6	8,5
Banca industrial	29,5	11,3	18,2	58,3	18,0	40,3	105,7	46,8	58,9	297,5	138,7	158,8
Privilegiados	3,9	—3,2	7,1	1,3	—	1,3	3,3	0,8	2,5	26,7	1,0	25,7
Otros	25,6	14,5	11,1	57,0	18,0	39,0	102,4	46,0	56,4	270,8	137,7	133,1
Caja de ahorro	54,7	3,4	51,3	68,2	9,8	58,4	105,7	38,8	66,9	490,7	79,6	411,1
Privilegiados	42,7	0,6	42,1	46,3	0,1	46,2	60,2	—	60,2	348,0	4,9	343,1
Otros	12,0	2,8	9,2	21,9	9,7	12,2	45,5	38,8	6,7	142,7	74,7	68,0
E. O. C.	9,6	1,3	8,3	7,2	1,0	6,2	19,5	0,3	19,2	253,7	37,8	215,9
Privilegiados	9,6	1,3	8,3	7,2	1,0	6,2	19,5	0,3	19,2	253,7	37,8	215,9
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Base Monetaria

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	158,1	188,4	221,7	220,1	256,9	277,2	306,1	317,0	391,0	475,6	554,5	603,8
Febrero	160,4	190,2	215,2	219,5	259,6	278,7	312,3	305,8	392,7	465,4	551,2	604,3
Marzo	159,9	196,6	217,1	215,2	261,4	283,7	311,0	314,0	409,4	483,7	558,2	611,6
Abril	156,5	199,4	215,1	212,7	257,0	291,8	311,0	314,2	408,3	485,0	552,2	607,8
Mayo	152,0	199,9	212,7	227,2	257,8	288,4	307,0	314,8	421,0	470,7	555,1	...
Junio	152,7	198,2	216,1	228,9	259,9	292,4	317,2	336,9	432,1	488,9	577,8	...
Julio	156,4	204,7	222,0	243,8	266,7	293,9	319,2	351,2	440,9	499,8	611,6	...
Agosto	165,0	214,1	229,7	255,0	272,5	310,1	321,8	359,9	457,9	499,7	586,6	...
Septiembre	171,2	223,0	227,5	260,8	275,0	308,9	324,1	362,5	474,4	509,7	584,1	...
Octubre	173,9	224,3	223,1	252,6	274,5	308,8	317,7	360,9	475,3	506,6	573,3	...
Noviembre	176,5	218,7	221,0	254,1	264,9	299,0	311,0	358,6	469,1	498,1	569,7	...
Diciembre	182,4	217,6	223,3	261,3	278,4	312,3	326,6	382,8	472,9	537,7	608,9	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	155,4	185,8	220,0	219,5	257,5	278,6	307,5	317,3	389,6	472,6	549,9	598,4
Febrero	160,2	190,5	216,6	221,7	263,0	282,8	317,4	311,1	399,5	473,5	560,7	614,7
Marzo	159,3	196,6	218,2	216,9	264,2	286,7	313,5	315,4	410,0	483,7	557,3	610,3
Abril	158,1	202,1	218,9	217,0	262,5	298,0	317,2	320,1	415,8	494,3	563,0	619,5
Mayo	156,4	205,9	219,1	233,8	265,0	296,5	315,8	324,1	434,1	485,7	572,7	...
Junio	158,7	205,2	222,8	234,3	264,0	294,9	218,3	336,9	431,4	488,0	576,9	...
Julio	159,3	207,2	223,1	243,3	264,4	290,3	314,7	345,9	433,6	491,1	601,1	...
Agosto	162,6	209,9	224,1	247,7	264,2	301,1	313,5	352,1	449,2	491,3	577,5	...
Septiembre	166,1	215,8	219,9	252,2	266,3	299,9	315,5	353,8	463,7	498,7	571,9	...
Octubre	171,3	220,6	219,4	248,4	270,6	305,1	314,6	358,6	473,4	505,5	571,7	...
Noviembre	176,2	218,3	221,4	255,8	268,2	304,1	317,4	366,5	479,6	509,3	582,1	...
Diciembre	179,7	214,4	220,3	257,8	274,2	307,3	321,4	376,4	464,2	527,4	597,5	...

Activos líquidos del sistema bancario. Total banca

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	60,2	75,7	89,7	69,7	84,3	84,5	95,4	79,2	136,0	188,3	205,2	199,5
Febrero	61,1	75,8	81,0	68,2	85,3	86,8	99,4	65,9	136,2	157,1	200,0	194,1
Marzo	58,1	80,1	84,7	63,4	85,4	89,0	93,5	74,1	152,8	166,0	193,3	187,1
Abril	55,0	83,0	79,1	57,4	75,4	97,5	94,6	74,2	146,8	164,8	184,1	183,6
Mayo	50,9	82,5	76,7	71,0	78,2	94,3	86,4	73,2	157,5	151,8	186,4	...
Junio	48,6	78,2	76,3	70,1	76,3	89,7	90,3	88,6	160,8	157,7	187,9	...
Julio	47,0	77,2	71,0	72,2	69,0	80,4	79,0	85,1	147,9	144,4	194,2	...
Agosto	53,8	86,2	81,1	86,7	80,6	99,3	85,6	104,4	177,6	160,8	186,1	...
Septiembre	59,4	94,9	78,7	91,4	80,1	99,9	89,9	111,3	196,1	167,3	181,1	...
Octubre	62,9	95,1	73,9	83,1	83,1	99,4	83,4	110,0	194,8	167,6	179,8	...
Noviembre	65,4	90,7	75,3	87,3	77,3	91,0	76,6	110,4	193,7	159,9	173,6	...
Diciembre	65,3	80,7	66,9	79,9	72,6	86,5	75,6	110,4	168,0	162,5	172,7	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	56,2	71,3	85,6	67,4	82,2	82,7	92,6	75,7	127,8	174,9	189,4	183,5
Febrero	59,2	74,0	79,6	67,2	84,0	85,4	97,9	65,0	134,8	155,9	199,0	193,3
Marzo	56,1	77,7	82,8	62,3	84,6	88,2	92,6	73,2	158,7	163,1	189,3	182,8
Abril	54,8	83,7	80,6	58,9	77,5	100,2	96,7	75,5	149,1	167,9	188,0	187,7
Mayo	52,4	84,9	78,6	72,6	79,6	96,0	88,2	75,1	162,2	156,6	192,0	...
Junio	52,8	84,1	81,1	73,3	78,6	91,0	90,8	88,7	161,3	158,6	189,6	...
Julio	52,7	86,1	78,8	79,8	76,0	88,7	87,3	94,2	163,6	159,7	214,9	...
Agosto	53,7	84,8	78,4	82,7	76,3	94,2	81,7	100,7	172,4	156,9	181,8	...
Septiembre	56,4	89,6	73,7	85,1	74,3	92,5	83,2	103,2	182,0	155,5	168,7	...
Octubre	61,0	91,8	71,1	79,7	79,7	95,2	79,7	105,4	187,6	161,8	172,9	...
Noviembre	63,4	87,7	73,2	85,6	76,9	91,8	78,3	113,4	199,1	164,3	177,9	...
Diciembre	67,3	83,9	70,5	85,3	78,2	93,6	82,0	119,3	180,4	173,6	184,1	...

Sistema crediticio. Disponibilidades líquidas
Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	536,1	628,2	761,0	898,4	1.024,5	1.184,4	1.407,1	1.666,4	1.927,1	2.381,6	2.950,2	3.651,0
Febrero	540,7	634,1	766,6	902,4	1.031,0	1.195,7	1.426,0	1.677,5	1.946,5	2.406,6	2.988,0	3.682,5
Marzo	550,9	646,4	772,3	910,7	1.045,7	1.212,4	1.448,7	1.689,6	1.981,6	2.466,2	3.059,5	3.756,2
Abril	556,9	654,3	781,3	915,1	1.054,8	1.225,8	1.462,4	1.692,5	2.009,8	2.498,0	3.094,6	3.811,3
Mayo	560,6	662,8	793,0	920,3	1.061,6	1.241,3	1.479,1	1.706,0	2.040,8	2.538,3	3.152,6	...
Junio	565,7	674,0	808,1	932,4	1.077,5	1.263,8	1.507,5	1.736,3	2.096,3	2.600,2	3.250,1	...
Julio	575,1	685,5	828,1	952,3	1.100,5	1.288,7	1.537,4	1.774,1	2.143,9	2.653,7	3.330,5	...
Agosto	581,6	695,1	838,8	960,3	1.106,6	1.304,6	1.555,4	1.784,2	2.164,5	2.669,2	3.348,0	...
Septiembre	590,2	708,6	849,8	974,5	1.126,2	1.325,4	1.574,7	1.811,7	2.212,6	2.725,1	3.419,2	...
Octubre	597,0	718,8	859,2	982,3	1.137,4	1.343,5	1.594,8	1.830,3	2.238,2	2.756,6	3.464,4	...
Noviembre	606,0	726,5	869,4	992,4	1.143,6	1.360,1	1.612,6	1.847,8	2.273,3	2.796,0	3.509,6	...
Diciembre	635,8	770,7	910,7	1.040,7	1.201,5	1.427,3	1.695,6	1.951,4	2.419,1	2.980,3	3.697,0	...

Serie desestacionalizada (a)

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	533,7	625,7	757,5	894,6	1.020,6	1.180,5	1.403,1	1.662,2	1.921,7	2.376,7	2.943,9	3.643,7
Febrero	540,7	634,9	767,6	903,9	1.032,7	1.197,8	1.428,8	1.681,4	1.951,1	2.414,5	2.998,4	3.697,3
Marzo	549,8	646,0	772,4	911,5	1.047,1	1.214,2	1.450,9	1.691,8	1.983,2	2.468,6	3.062,2	3.760,0
Abril	559,2	657,6	785,4	920,4	1.061,3	1.233,6	1.471,8	1.703,3	2.022,4	2.513,9	3.113,8	3.834,4
Mayo	564,2	667,9	799,8	928,9	1.072,0	1.253,4	1.493,0	1.721,3	2.058,1	2.559,3	3.178,1	...
Junio	569,7	679,0	814,0	938,9	1.084,5	1.270,9	1.514,0	1.741,4	2.100,0	2.602,8	3.252,2	...
Julio	576,9	686,9	828,9	952,1	1.099,4	1.286,4	1.533,7	1.768,8	2.135,3	2.641,4	3.314,8	...
Agosto	584,0	697,7	841,6	963,1	1.109,5	1.308,1	1.560,1	1.791,0	2.173,1	2.681,3	3.365,2	...
Septiembre	591,2	709,6	850,6	975,1	1.126,8	1.326,2	1.576,0	1.814,4	2.215,1	2.728,4	3.424,6	...
Octubre	599,4	721,5	861,9	985,0	1.140,4	1.347,3	1.600,2	1.838,6	2.248,4	2.770,6	3.484,5	...
Noviembre	608,1	729,4	873,0	996,8	1.149,3	1.367,9	1.623,1	1.862,1	2.290,3	2.818,4	3.540,4	...
Diciembre	616,4	747,4	883,0	1.009,1	1.165,0	1.383,8	1.643,8	1.890,6	2.345,6	2.889,5	3.585,8	...

(a) Obtenida por suma de las series desestacionalizadas de sus componentes.

Sistema crediticio. Oferta monetaria

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	255,1	296,9	351,0	406,4	453,2	509,0	571,7	653,3	691,0	849,4	1.073,5	1.319,2
Febrero	255,9	296,9	351,6	403,8	454,2	507,6	577,2	655,4	692,1	852,1	1.080,6	1.320,3
Marzo	262,6	304,6	352,8	408,3	462,7	513,3	587,4	646,1	706,7	884,9	1.118,9	1.363,2
Abril	265,8	308,6	357,4	409,7	467,9	515,2	590,9	642,1	714,6	895,0	1.125,6	1.385,7
Mayo	266,6	313,5	365,0	412,5	469,5	521,4	596,7	642,3	727,7	909,8	1.152,3	...
Junio	268,8	320,5	374,5	420,6	481,1	535,7	609,6	656,8	761,7	948,0	1.210,8	...
Julio	274,4	327,4	386,2	434,1	493,0	543,8	626,3	671,9	780,8	971,3	1.242,5	...
Agosto	275,9	330,8	287,3	433,2	489,1	545,2	626,2	662,5	773,7	961,6	1.216,7	...
Septiembre	280,2	337,4	391,4	440,4	501,8	554,3	630,7	673,1	797,2	990,5	1.253,4	...
Octubre	282,8	341,9	394,6	440,2	504,1	558,7	634,1	672,8	797,3	991,3	1.253,5	...
Noviembre	287,6	337,2	398,9	445,9	503,7	564,2	642,1	674,0	816,7	1.010,7	1.269,1	...
Diciembre	310,6	368,8	426,9	476,9	543,0	609,3	698,7	740,0	914,8	1.136,5	1.401,9	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	255,8	297,6	352,2	408,0	455,4	511,9	575,3	657,9	695,6	854,8	1.079,3	1.325,6
Febrero	259,5	301,2	357,1	410,1	461,4	515,4	586,4	666,4	704,3	868,0	1.101,1	1.346,0
Marzo	265,2	307,8	357,0	413,3	468,6	519,4	593,7	652,2	712,2	890,9	1.125,4	1.370,8
Abril	269,3	312,9	362,8	416,3	476,0	524,5	601,6	653,4	727,0	910,5	1.145,0	1.410,0
Mayo	269,8	317,5	370,3	419,3	477,7	531,0	607,8	654,2	741,0	926,0	1.171,9	...
Junio	270,6	322,6	376,8	422,9	483,3	537,2	610,4	656,0	759,1	942,8	1.202,9	...
Julio	273,1	325,4	383,4	430,0	488,0	537,9	619,3	663,0	769,8	959,0	1.228,8	...
Agosto	276,4	331,6	388,1	434,1	490,0	546,9	629,3	667,0	780,5	972,5	1.232,8	...
Septiembre	279,4	336,4	390,0	439,0	500,3	553,2	629,7	672,8	796,2	989,3	1.252,3	...
Octubre	283,8	342,7	395,6	441,2	505,4	560,5	637,3	677,5	803,4	999,9	1.265,3	...
Noviembre	288,4	337,9	399,8	447,1	505,3	566,8	646,5	680,9	826,1	1.023,5	1.286,3	...
Diciembre	293,6	347,5	402,1	448,5	509,5	570,1	651,9	688,8	850,5	1.055,3	1.300,5	...

Sistema crediticio. Efectivo en manos del público
Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	93.8	108.4	127.1	145.2	165.9	185.3	203.2	229.9	246.2	273.3	310.0	355.2
Febrero	95.1	110.2	128.4	146.2	168.3	184.6	205.2	231.5	248.2	275.2	311.1	361.3
Marzo	98.0	112.2	127.4	146.7	169.5	188.0	210.1	231.6	248.1	284.5	324.3	375.2
Abril	97.7	112.1	131.0	150.5	175.4	187.5	209.2	232.4	253.3	286.9	326.8	374.5
Mayo	97.6	113.3	131.3	151.0	173.2	187.5	213.5	233.8	255.1	283.9	327.1	...
Junio	100.6	115.8	134.8	153.5	177.4	196.0	219.6	239.8	262.0	295.0	346.9	...
Julio	105.9	123.2	145.9	166.2	190.6	206.0	232.0	256.9	283.4	317.9	371.7	...
Agosto	107.5	123.3	143.1	162.5	184.8	203.7	228.6	246.5	271.1	302.5	356.7	...
Septiembre	107.9	123.3	143.4	163.7	188.2	201.9	226.4	242.6	269.3	306.5	358.8	...
Octubre	106.7	124.2	143.6	162.4	184.0	201.7	226.3	242.1	271.2	301.1	347.8	...
Noviembre	106.9	123.3	140.6	160.8	181.1	201.2	226.6	239.8	266.8	300.2	350.3	...
Diciembre	112.8	131.3	151.0	174.7	198.5	217.8	242.6	263.1	294.2	334.7	387.1	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	95.4	110.2	129.3	147.7	168.9	188.8	207.4	235.0	251.7	279.8	317.4	363.6
Febrero	96.7	112.1	130.8	149.0	171.8	188.6	209.9	237.1	254.5	282.6	319.6	371.3
Marzo	99.7	114.3	130.0	149.7	172.9	191.6	213.7	235.1	251.4	288.0	328.1	379.8
Abril	99.4	114.0	133.2	153.0	178.5	191.0	213.2	236.7	257.7	291.6	331.8	380.2
Mayo	100.2	116.2	134.6	154.7	177.3	191.8	218.4	239.3	261.3	291.1	335.6	...
Junio	101.9	117.4	136.5	155.2	179.0	197.3	220.5	240.2	261.9	294.5	346.2	...
Julio	101.7	117.9	139.3	158.2	181.1	195.3	219.4	242.3	266.4	298.2	348.3	...
Agosto	105.1	120.6	140.0	159.1	181.0	199.7	224.4	242.5	267.2	298.7	352.7	...
Septiembre	106.0	121.3	141.3	161.8	186.5	200.7	225.6	242.1	268.5	305.4	357.5	...
Octubre	106.3	123.8	143.4	162.5	184.5	202.7	228.0	244.5	274.1	304.7	352.2	...
Noviembre	108.6	125.4	143.4	164.3	185.2	205.9	232.1	246.2	274.3	309.3	361.4	...
Diciembre	109.0	126.4	144.9	167.0	189.1	206.8	229.8	248.7	278.1	316.2	365.2	...

Sistema crediticio. Total de depósitos del sistema bancario

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	437,5	517,3	630,2	749,7	854,8	995,8	1.199,9	1.433,4	1.675,6	2.101,1	2.629,5	3.291,6
Febrero	440,2	520,1	634,7	751,5	858,9	1.006,4	1.217,0	1.440,9	1.694,2	2.122,6	2.662,6	3.310,6
Marzo	447,9	530,7	641,7	759,5	872,4	1.020,7	1.234,9	1.444,8	1.730,1	2.171,0	2.720,2	3.369,5
Abril	452,7	539,3	647,1	761,1	875,4	1.034,9	1.248,9	1.456,1	1.755,2	2.201,9	2.759,4	3.430,8
Mayo	456,7	547,1	658,2	765,8	884,7	1.048,8	1.260,6	1.468,2	1.780,9	2.235,1	2.817,0	...
Junio	461,0	556,4	671,4	776,8	898,8	1.065,1	1.286,1	1.494,1	1.830,3	2.291,1	2.896,2	...
Julio	464,0	560,0	679,5	783,5	906,2	1.078,3	1.301,7	1.515,5	1.854,9	2.325,6	2.954,1	...
Agosto	469,0	568,2	691,9	794,6	918,5	1.096,9	1.323,0	1.534,8	1.888,7	2.357,8	2.984,1	...
Septiembre	477,2	582,0	701,9	807,3	932,8	1.119,9	1.342,9	1.565,3	1.937,3	2.408,9	3.052,0	...
Octubre	486,1	590,9	711,1	816,1	948,7	1.137,1	1.364,1	1.582,1	1.961,6	2.447,8	3.110,3	...
Noviembre	493,4	599,8	723,9	827,5	957,7	1.154,6	1.381,4	1.602,8	1.998,9	2.485,5	3.150,5	...
Diciembre	518,5	636,8	756,5	860,4	998,7	1.205,4	1.447,8	1.682,2	2.116,9	2.633,5	3.299,6	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	432,8	511,7	624,1	742,6	847,4	988,1	1.191,5	1.424,1	1.664,4	2.089,2	2.614,5	3.271,9
Febrero	439,0	518,8	633,7	750,1	857,2	1.004,5	1.215,4	1.439,9	1.693,6	2.124,8	2.666,4	3.317,2
Marzo	446,5	529,2	640,5	758,1	871,2	1.019,4	1.233,6	1.443,5	1.728,2	2.169,7	2.718,5	3.366,1
Abril	452,9	540,0	648,9	763,7	878,9	1.039,3	1.254,0	1.461,9	1.761,9	2.211,5	2.771,3	3.444,5
Mayo	458,2	549,4	661,8	770,8	891,2	1.057,0	1.270,5	1.479,5	1.793,9	2.251,2	2.836,6	...
Junio	462,8	558,6	674,2	780,1	902,8	1.069,4	1.290,5	1.497,5	1.832,6	2.291,9	2.895,8	...
Julio	469,1	565,8	686,1	790,4	913,4	1.086,0	1.309,8	1.523,8	1.863,3	2.335,0	2.965,7	...
Agosto	473,6	573,3	697,6	800,4	924,5	1.103,5	1.331,0	1.544,4	1.900,5	2.373,1	3.004,5	...
Septiembre	480,6	585,4	705,4	810,6	935,8	1.122,8	1.345,7	1.568,8	1.940,8	2.413,4	3.058,4	...
Octubre	489,0	593,9	714,5	819,6	952,2	1.140,8	1.368,5	1.588,0	1.968,2	2.456,4	3.122,7	...
Noviembre	495,4	601,4	725,7	829,3	960,0	1.158,3	1.387,1	1.611,5	2.009,6	2.500,0	3.171,0	...
Diciembre	503,7	618,2	735,2	836,6	971,6	1.172,9	1.408,7	1.637,3	2.058,7	2.561,5	3.211,5	...

Sistema crediticio. Depósitos a la vista

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	161,3	188,5	223,9	261,3	287,3	323,7	368,5	423,5	444,9	576,1	763,5	963,9
Febrero	160,9	186,8	223,2	257,7	286,0	323,0	372,0	423,9	443,9	576,9	769,6	959,1
Marzo	164,6	192,4	225,4	261,6	293,3	325,3	377,3	414,5	458,6	600,5	794,6	988,0
Abril	168,2	196,6	226,4	259,3	292,6	327,8	381,8	409,7	461,3	608,1	798,9	1.011,2
Mayo	169,0	200,2	233,7	261,6	296,3	334,0	383,3	408,5	472,7	626,0	825,3	...
Junio	168,2	204,6	239,7	267,2	303,8	339,7	390,1	417,1	499,8	653,1	863,9	...
Julio	168,5	204,2	240,4	267,9	302,5	337,8	394,4	415,1	497,4	653,5	870,8	...
Agosto	168,4	207,6	244,2	270,8	304,3	341,5	397,6	416,1	502,7	659,1	860,0	...
Septiembre	172,3	214,1	248,0	276,7	313,7	352,5	404,3	430,6	527,9	684,0	894,6	...
Octubre	176,2	217,7	251,1	277,9	320,2	357,0	407,9	430,7	526,1	690,3	905,7	...
Noviembre	180,7	214,0	258,4	285,2	322,7	363,1	415,6	434,3	550,0	710,5	918,8	...
Diciembre	197,9	237,2	275,9	302,2	344,5	391,6	456,2	477,0	620,6	801,8	1.014,8	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	160,4	187,4	222,9	260,3	286,5	323,1	367,9	422,9	443,9	575,0	761,9	962,0
Febrero	162,8	189,1	226,3	261,1	289,6	326,8	376,5	429,3	449,8	585,4	781,5	974,7
Marzo	165,5	193,5	227,0	263,6	295,7	327,8	380,0	417,1	460,8	602,9	797,3	991,0
Abril	169,9	198,9	229,6	263,3	297,5	333,5	388,4	416,7	469,3	618,9	813,2	1.029,8
Mayo	169,6	201,3	235,7	264,6	300,4	339,2	389,4	414,9	479,7	634,9	836,3	...
Junio	168,7	205,2	240,3	267,7	304,3	339,9	389,9	415,8	497,2	648,3	856,7	...
Julio	171,4	207,5	244,1	271,8	306,9	342,6	399,9	420,7	503,4	660,8	880,5	...
Agosto	171,3	211,0	248,1	275,0	309,0	347,2	404,9	424,5	513,3	673,8	880,1	...
Septiembre	173,4	215,1	248,7	277,2	313,8	352,5	404,1	430,7	527,7	683,9	894,8	...
Octubre	177,5	218,9	252,2	278,7	320,9	357,8	409,3	433,0	529,3	695,2	913,1	...
Noviembre	179,8	212,5	256,4	282,8	320,1	360,9	414,4	434,7	551,8	714,2	924,9	...
Diciembre	184,6	221,1	257,2	281,5	320,4	363,3	422,1	440,1	572,4	739,1	935,3	...

Sistema crediticio. Depósitos de ahorro

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	181,5	213,8	279,0	350,8	418,5	483,6	550,3	628,7	642,6	767,4	943,8	1.100,3
Febrero	183,3	216,9	282,6	355,0	422,8	485,3	555,6	626,1	642,5	772,5	954,6	1.100,8
Marzo	185,7	219,7	286,0	358,9	426,6	486,1	560,6	628,3	647,9	783,4	969,1	1.103,2
Abril	187,3	222,1	290,5	361,5	429,5	490,2	563,8	617,7	652,3	795,9	983,9	1.112,6
Mayo	189,0	223,1	293,7	363,3	433,5	492,7	568,5	610,9	658,0	807,8	999,5	...
Junio	190,0	225,9	299,3	366,6	437,0	495,5	578,4	608,6	665,3	821,1	1.023,1	...
Julio	192,6	229,6	306,8	372,1	446,0	504,6	585,5	613,4	679,4	841,1	1.053,2	...
Agosto	196,4	234,9	314,9	379,9	454,8	513,2	595,0	618,5	693,3	857,6	1.064,8	...
Septiembre	199,3	239,5	319,9	386,1	459,1	519,4	600,4	614,9	702,7	872,0	1.068,6	...
Octubre	202,8	251,4	326,6	392,4	467,7	526,7	607,3	619,8	713,9	889,9	1.081,9	...
Noviembre	205,2	262,5	331,9	396,7	472,4	530,9	609,8	623,4	720,4	896,8	1.079,4	...
Diciembre	210,6	273,3	344,3	412,0	484,1	545,1	627,5	645,3	757,6	935,8	1.106,2	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	178,4	210,0	274,4	344,9	411,8	476,3	542,5	620,3	634,0	757,9	932,2	1.087,2
Febrero	180,9	214,1	279,3	351,0	418,6	481,1	551,6	622,2	638,8	768,9	950,5	1.096,4
Marzo	184,2	218,0	284,2	357,0	424,8	484,4	559,1	627,0	646,7	782,5	968,1	1.102,1
Abril	186,9	221,8	290,6	362,1	430,7	492,0	566,1	620,2	654,7	798,9	987,4	1.115,9
Mayo	190,9	225,3	296,7	367,1	438,1	497,0	574,3	616,9	664,2	815,2	1.008,4	...
Junio	192,7	229,2	303,8	372,2	443,6	502,8	586,4	616,4	673,0	829,9	1.033,8	...
Julio	195,5	232,9	310,9	376,5	450,6	509,0	589,9	617,3	683,0	845,1	1.058,2	...
Agosto	198,0	236,7	317,0	382,0	456,6	514,6	596,1	619,4	693,8	857,9	1.065,4	...
Septiembre	200,7	241,0	321,8	388,0	461,6	521,3	602,4	617,2	705,1	875,1	1.072,8	...
Octubre	203,3	251,8	327,1	392,7	467,8	526,7	607,4	620,4	714,2	890,4	1.083,1	...
Noviembre	205,4	262,5	332,0	396,8	472,7	531,6	611,2	626,0	723,7	901,8	1.086,4	...
Diciembre	207,1	268,4	338,2	404,6	475,3	535,0	615,6	632,5	743,0	917,6	1.084,5	...

Sistema crediticio. Depósitos a plazo y ahorro vinculado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	99,7	117,7	131,3	141,5	152,8	191,8	285,1	384,6	593,5	764,2	929,9	1.231,5
Febrero	101,5	120,5	132,5	142,9	153,9	202,8	293,1	395,8	611,9	782,0	948,9	1.261,3
Marzo	102,8	122,3	133,6	143,7	156,3	212,9	300,7	406,2	626,9	796,0	968,2	1.289,8
Abril	103,9	123,7	133,7	144,1	157,3	220,4	307,6	432,6	642,9	807,2	985,0	1.313,0
Mayo	105,2	126,1	134,6	144,6	158,6	227,2	313,9	452,8	655,0	817,8	1.003,5	...
Junio	107,0	127,9	134,5	145,4	159,4	232,6	319,5	470,8	669,2	828,5	1.019,0	...
Julio	108,3	128,8	135,5	146,5	161,4	239,9	325,5	488,7	683,7	840,3	1.038,4	...
Agosto	109,6	129,6	136,9	147,4	162,6	246,2	334,5	503,1	697,5	849,5	1.069,7	...
Septiembre	110,9	131,9	138,8	148,2	164,6	251,6	343,5	523,6	712,7	862,0	1.100,5	...
Octubre	111,9	125,6	138,2	149,7	165,6	259,1	353,3	537,7	726,9	874,7	1.131,5	...
Noviembre	113,3	126,9	138,7	149,7	167,5	265,1	360,3	550,4	735,5	887,8	1.162,3	...
Diciembre	114,8	128,8	139,8	150,7	174,3	272,9	369,4	566,0	746,3	905,3	1.188,8	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	99,7	117,7	131,4	141,5	152,8	191,7	285,0	384,3	592,8	763,8	929,0	1.231,5
Febrero	100,9	119,8	131,8	142,1	153,0	201,7	291,7	394,0	609,3	779,3	945,7	1.257,5
Marzo	102,0	121,3	132,5	142,3	154,7	210,7	298,0	403,2	623,1	792,2	964,0	1.284,6
Abril	103,4	123,0	132,8	142,8	155,6	217,9	304,3	428,7	638,2	802,7	980,1	1.306,6
Mayo	104,6	125,4	133,7	143,4	157,1	225,0	311,1	449,4	650,9	813,8	999,2	...
Junio	106,4	127,3	133,9	144,8	158,7	231,6	318,1	469,0	666,8	826,0	1.016,3	...
Julio	108,0	128,4	135,1	146,0	160,9	239,3	234,7	487,8	682,5	839,0	1.036,9	...
Agosto	109,3	129,3	136,7	147,3	162,7	246,5	335,1	503,9	698,1	849,9	1.070,2	...
Septiembre	111,0	132,0	139,0	148,6	165,1	252,3	344,3	524,6	713,2	862,4	1.101,1	...
Octubre	112,9	126,7	139,6	151,3	167,3	260,5	355,9	540,7	729,1	876,6	1.134,2	...
Noviembre	114,9	128,7	140,9	152,2	170,2	269,1	365,5	556,7	741,6	893,9	1.170,2	...
Diciembre	116,2	130,3	141,6	152,8	176,8	276,9	374,7	573,3	756,1	917,0	1.204,4	...

Banca. Total de depósitos
 Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	316,2	369,0	447,8	525,0	586,3	673,0	804,6	953,8	1.094,2	1.377,6	1.756,8	2.227,7
Febrero	317,2	369,6	450,2	523,3	587,2	679,1	816,1	956,9	1.105,1	1.390,1	1.778,1	2.238,3
Marzo	323,2	378,1	455,1	528,9	597,3	688,0	828,9	952,1	1.131,7	1.427,5	1.824,6	2.287,4
Abril	326,3	384,5	458,2	528,3	597,4	699,0	838,4	961,6	1.148,7	1.449,4	1.849,9	2.332,0
Mayo	329,4	390,7	467,1	531,1	603,0	708,0	843,9	968,3	1.165,8	1.474,6	1.894,4	...
Junio	332,3	398,7	478,2	540,1	615,0	720,4	864,0	988,7	1.206,8	1.520,6	1.958,9	...
Julio	332,9	398,9	481,7	542,9	616,9	727,3	871,7	998,5	1.214,1	1.535,9	1.992,3	...
Agosto	335,0	403,5	489,0	548,9	623,5	738,6	885,1	1.007,4	1.233,3	1.552,9	2.005,1	...
Septiembre	340,8	414,2	495,4	557,6	633,4	756,0	897,7	1.029,5	1.268,9	1.593,2	2.057,1	...
Octubre	346,6	419,0	500,1	561,7	643,5	765,6	910,2	1.036,7	1.280,5	1.618,0	2.096,4	...
Noviembre	352,2	425,9	510,9	571,6	650,8	780,0	924,4	1.052,0	1.311,8	1.649,9	2.133,2	...
Diciembre	372,9	457,1	535,3	595,2	680,7	814,7	972,3	1.106,6	1.401,0	1.767,0	2.243,6	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	313,0	365,3	443,8	520,5	581,9	668,8	800,2	949,2	1.088,5	1.371,5	1.748,7	2.216,6
Febrero	317,1	369,6	450,7	523,8	587,7	679,8	817,4	959,0	1.108,0	1.395,4	1.785,6	2.247,3
Marzo	322,5	377,4	454,8	528,6	597,3	688,0	829,0	952,1	1.131,1	1.426,7	1.823,3	2.285,1
Abril	327,0	385,7	460,3	531,0	600,8	702,9	842,7	966,2	1.154,0	1.456,6	1.859,1	2.343,8
Mayo	329,9	392,2	469,7	534,9	608,1	714,4	851,4	976,5	1.174,9	1.485,4	1.907,5	...
Junio	332,3	398,8	478,5	540,7	615,9	721,3	864,3	987,6	1.203,7	1.514,6	1.950,1	...
Julio	336,6	403,0	486,4	547,7	621,8	732,5	877,3	1.004,3	1.219,9	1.542,5	2.000,9	...
Agosto	339,0	407,9	493,9	553,7	628,4	744,2	892,1	1.016,1	1.244,3	1.567,8	2.025,7	...
Septiembre	343,6	417,1	498,2	560,1	635,4	757,9	890,4	1.031,9	1.271,3	1.596,7	2.062,4	...
Octubre	349,7	422,3	503,8	565,4	647,1	769,4	914,7	1.042,6	1.287,6	1.627,5	2.110,2	...
Noviembre	353,5	426,6	511,3	571,5	650,7	680,6	926,3	1.056,2	1.317,2	1.658,2	2.145,7	...
Diciembre	359,8	440,8	516,9	575,1	658,3	788,3	941,0	1.070,1	1.355,8	1.709,8	2.171,9	...

Cajas de ahorro. Total de depósitos

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	121,3	148,3	182,5	224,7	268,5	322,7	395,3	479,6	518,5	723,5	872,7	1.060,0
Febrero	123,0	150,5	184,5	228,2	271,7	327,3	400,9	484,0	589,0	732,6	884,4	1.071,3
Marzo	124,7	152,6	186,6	230,6	275,0	332,8	406,0	492,7	598,4	743,5	895,6	1.081,7
Abril	126,4	154,8	188,9	232,8	278,1	336,0	410,5	494,5	606,6	752,5	909,5	1.094,8
Mayo	127,5	156,4	191,1	234,7	281,7	340,9	416,7	499,9	615,1	760,5	922,6	...
Junio	128,7	157,7	193,1	236,7	283,9	344,6	422,1	505,4	623,6	770,5	937,2	...
Julio	131,1	161,1	197,8	240,6	289,2	351,0	430,0	517,0	640,8	789,7	961,8	...
Agosto	134,0	164,6	203,0	245,6	295,1	358,3	437,9	527,4	655,4	805,0	979,0	...
Septiembre	136,4	167,8	206,6	249,7	299,5	364,0	445,2	535,8	668,3	815,7	994,9	...
Octubre	139,5	171,9	211,0	254,4	305,2	371,6	453,9	545,4	681,1	829,8	1.013,9	...
Noviembre	141,1	173,9	213,0	255,9	306,8	374,6	457,0	550,8	687,0	835,7	1.017,3	...
Diciembre	145,5	179,8	221,2	265,1	317,9	390,6	475,5	575,5	715,9	866,5	1.056,0	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	119,7	146,4	180,4	222,1	365,5	319,2	391,2	474,8	575,8	717,2	865,3	1.051,6
Febrero	121,8	149,1	183,0	226,3	269,6	324,9	398,2	481,1	585,7	729,3	880,8	1.067,1
Marzo	124,1	151,8	185,7	229,5	273,7	331,3	404,3	490,9	596,3	741,5	893,4	1.079,6
Abril	126,2	154,6	188,8	232,8	278,3	336,4	411,2	495,6	608,1	754,7	912,2	1.098,1
Mayo	128,2	157,3	192,2	236,0	283,2	342,8	419,1	503,1	619,3	766,2	929,7	...
Junio	130,3	159,7	195,5	239,5	287,2	348,5	426,9	511,2	630,8	779,3	948,0	...
Julio	132,5	162,7	199,7	242,7	291,5	353,4	432,5	519,6	643,8	792,4	965,0	...
Agosto	134,6	165,2	203,7	246,4	296,0	359,2	438,8	528,2	655,9	805,3	979,5	...
Septiembre	136,9	168,3	207,3	250,5	300,4	364,9	446,2	536,8	668,8	816,0	995,4	...
Octubre	139,3	171,6	210,7	254,1	304,9	371,4	453,6	545,3	680,3	828,8	1.013,0	...
Noviembre	142,0	174,9	214,4	257,8	309,2	377,7	460,7	555,4	691,8	841,4	1.024,6	...
Diciembre	143,8	177,5	218,3	261,4	313,2	384,6	467,9	566,0	704,7	853,0	1.039,4	...

Sistema crediticio. Activos netos del Banco de España

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	88,2	107,0	141,1	133,0	133,5	148,8	163,4	155,3	220,8	330,5	409,6	456,5
Febrero	90,3	112,0	138,2	132,7	135,6	150,7	167,5	147,3	217,2	316,5	406,8	451,6
Marzo	90,6	116,6	138,7	131,7	138,6	156,8	171,6	161,4	233,9	337,4	416,3	450,1
Abril	88,7	119,0	137,8	128,1	131,1	161,6	167,2	150,2	235,7	335,3	409,1	442,8
Mayo	84,0	118,7	135,4	129,0	129,7	158,6	160,2	149,9	248,7	329,0	411,8	...
Junio	82,3	116,2	136,4	128,6	128,7	158,7	166,1	158,3	254,5	350,8	431,6	...
Julio	84,0	121,9	139,0	130,5	136,6	159,3	161,9	170,9	262,0	354,3	452,2	...
Agosto	89,4	129,7	145,1	134,6	141,5	171,8	166,7	178,5	289,4	352,0	443,0	...
Septiembre	93,2	137,2	149,1	140,6	148,2	168,7	170,9	188,7	308,5	362,2	439,3	...
Octubre	93,3	139,7	139,4	131,8	147,9	169,7	162,8	188,4	312,6	357,1	429,7	...
Noviembre	96,6	131,7	137,5	132,5	137,6	158,7	152,6	183,7	310,2	535,5	426,6	...
Diciembre	102,1	138,2	137,3	141,5	152,6	170,7	163,2	209,1	329,6	392,3	466,6	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	86,5	105,9	139,5	132,6	133,9	149,5	164,3	153,7	216,9	323,5	399,5	452,4
Febrero	86,9	109,4	135,6	131,4	135,3	151,3	168,9	149,2	219,6	319,2	410,4	456,7
Marzo	87,2	113,7	135,7	129,2	136,4	154,4	168,8	158,0	230,4	333,1	411,3	440,7
Abril	88,5	119,4	138,0	128,6	131,8	162,8	168,9	152,4	239,8	341,0	416,3	452,3
Mayo	86,0	121,7	138,9	133,3	134,5	164,3	166,8	157,4	258,4	340,9	426,5	...
Junio	87,2	121,8	142,4	134,4	134,3	164,1	171,2	163,3	259,6	356,9	439,5	...
Julio	87,5	125,5	142,5	133,6	139,2	161,2	163,5	172,0	261,5	352,1	449,3	...
Agosto	89,0	129,1	144,0	131,9	138,0	168,0	162,5	174,8	286,0	348,7	429,2	...
Septiembre	90,5	134,0	144,5	134,9	141,8	161,8	163,4	181,3	300,3	352,8	428,6	...
Octubre	93,8	140,5	139,3	130,8	146,4	167,3	159,7	185,4	310,1	354,9	427,6	...
Noviembre	97,0	133,1	139,1	134,8	141,2	164,0	159,2	191,1	318,2	362,6	437,9	...
Diciembre	99,6	135,3	133,7	137,5	147,8	165,3	158,7	202,3	323,3	385,0	458,4	...

Sistema crediticio. Activos netos del sistema bancario

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	447,9	521,2	619,9	765,4	891,0	1.035,6	1.242,8	1.511,1	1.706,3	2.051,1	2.540,6	3.194,5
Febrero	450,4	522,1	628,4	769,7	895,4	1.045,0	1.258,5	1.530,2	1.729,3	2.090,1	2.581,2	3.230,9
Marzo	460,3	529,8	633,6	779,0	907,1	1.055,6	1.277,1	1.528,2	1.747,7	2.128,8	2.643,2	3.306,1
Abril	468,2	535,3	643,5	787,0	923,7	1.064,2	1.295,2	1.542,3	1.774,1	2.162,7	2.685,5	3.368,5
Mayo	476,6	544,1	657,6	791,3	931,9	1.082,7	1.318,9	1.556,1	1.792,1	2.209,3	2.740,8	...
Junio	483,4	557,8	671,7	803,8	948,8	1.105,1	1.341,4	1.578,0	1.841,8	2.249,4	2.818,5	...
Julio	491,1	563,6	689,1	821,8	963,9	1.129,4	1.375,5	1.603,2	1.881,9	2.299,4	2.878,3	...
Agosto	492,2	565,4	693,2	825,7	965,1	1.132,8	1.388,7	1.605,7	1.875,1	2.317,2	2.905,0	...
Septiembre	497,0	571,4	700,7	833,9	978,0	1.156,7	1.403,8	1.623,0	1.904,1	2.362,9	2.979,9	...
Octubre	503,7	579,1	719,8	850,5	989,5	1.173,8	1.432,0	1.641,9	1.925,6	2.399,5	3.034,7	...
Noviembre	509,4	594,8	731,9	859,9	1.006,0	1.201,4	1.460,0	1.664,1	1.963,1	2.442,5	3.083,0	...
Diciembre	533,7	632,5	773,4	899,2	1.048,9	1.256,6	1.532,4	1.742,3	2.089,5	2.588,0	3.230,4	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	447,2	519,8	618,0	762,0	886,7	1.031,0	1.238,8	1.508,5	1.704,8	2.053,2	2.544,4	3.191,3
Febrero	453,8	525,5	632,0	772,5	897,4	1.046,5	1.259,9	1.532,2	1.731,5	2.095,3	2.588,0	3.240,6
Marzo	462,6	532,3	636,7	782,3	910,7	1.059,8	1.282,1	1.533,8	1.752,8	2.135,5	2.650,9	3.319,3
Abril	470,7	538,2	647,4	791,8	929,5	1.070,8	1.302,9	1.550,9	1.782,6	2.172,9	2.697,5	3.382,1
Mayo	478,2	546,2	660,9	795,6	937,5	1.089,1	1.326,2	1.563,7	1.799,7	2.218,4	2.751,6	...
Junio	482,5	557,2	671,6	804,5	950,2	1.106,8	1.342,8	1.578,1	1.840,4	2.245,9	2.812,7	...
Julio	489,4	561,4	686,4	818,5	960,2	1.125,2	1.370,2	1.596,8	1.873,8	2.289,3	2.865,5	...
Agosto	495,0	568,6	697,6	831,2	971,5	1.140,1	1.397,6	1.616,2	1.887,1	2.332,6	2.925,6	...
Septiembre	500,7	575,6	706,1	840,2	985,0	1.164,4	1.412,6	1.633,1	1.914,8	2.375,6	2.996,0	...
Octubre	505,6	581,0	722,6	854,2	994,0	1.180,0	1.440,5	1.653,2	1.938,3	2.415,7	3.056,9	...
Noviembre	511,1	596,3	733,9	862,0	1.008,1	1.203,9	1.463,9	1.671,0	1.972,1	2.455,8	3.102,5	...
Diciembre	516,8	612,1	749,3	871,6	1.017,2	1.218,5	1.485,1	1.688,3	2.022,3	2.504,5	3.127,4	...

Sistema crediticio. Crédito al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	371,8	439,3	525,0	670,1	781,1	907,8	1.106,1	1.340,5	1.518,3	1.779,0	2.214,1	2.839,6
Febrero	376,7	443,0	532,2	678,7	790,3	916,2	1.120,3	1.354,5	1.530,9	1.796,9	2.255,9	2.884,1
Marzo	386,5	445,9	542,4	689,8	798,5	928,1	1.133,5	1.364,7	1.550,6	1.836,3	2.316,7	2.958,6
Abril	395,4	455,8	557,1	698,8	814,7	935,8	1.151,3	1.378,1	1.571,4	1.862,5	2.356,6	3.035,5
Mayo	402,8	462,9	570,0	706,4	819,9	949,3	1.177,7	1.392,8	1.589,9	1.894,5	2.411,1	...
Junio	409,6	474,4	583,5	719,8	837,0	969,0	1.200,3	1.417,2	1.622,0	1.942,3	2.483,0	...
Julio	412,7	477,2	600,7	729,4	844,6	982,2	1.224,5	1.432,5	1.647,8	1.988,8	2.552,8	...
Agosto	413,8	480,7	607,6	731,4	848,8	990,4	1.236,6	1.432,0	1.643,5	1.999,7	2.566,9	...
Septiembre	418,2	486,5	615,5	739,6	860,7	1.004,0	1.257,7	1.440,4	1.669,3	2.042,0	2.624,1	...
Octubre	426,7	496,0	633,5	753,4	871,6	1.024,0	1.283,3	1.463,4	1.687,4	2.081,4	2.684,3	...
Noviembre	432,1	506,2	647,7	764,7	889,7	1.049,6	1.306,5	1.487,9	1.718,8	2.133,2	2.751,7	...
Diciembre	422,3	527,8	671,3	785,5	911,7	1.105,9	1.342,3	1.529,0	1.794,3	2.223,6	2.836,4	...

Serie desestacionalizada (a)

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	369,0	436,2	522,4	667,9	778,2	904,5	1.101,7	1.335,3	1.515,3	1.778,5	2.215,5	2.842,6
Febrero	374,6	441,4	530,9	678,2	790,0	915,9	1.119,6	1.354,1	1.534,0	1.804,5	2.267,1	2.898,3
Marzo	383,8	443,9	541,1	689,6	799,1	929,4	1.134,2	1.365,4	1.553,0	1.840,7	2.322,3	2.966,6
Abril	391,2	452,2	554,5	697,6	814,9	937,6	1.153,4	1.380,9	1.576,4	1.869,7	2.365,5	3.046,6
Mayo	397,7	458,8	567,1	705,2	820,7	951,0	1.179,5	1.395,3	1.594,3	1.902,0	2.421,3	...
Junio	403,1	467,8	577,4	714,5	832,8	964,8	1.194,8	1.411,0	1.616,1	1.936,0	2.474,4	...
Julio	407,6	472,0	596,3	725,8	841,5	978,3	1.218,5	1.424,4	1.637,6	1.974,7	2.532,9	...
Agosto	411,7	479,4	608,3	733,5	852,8	995,1	1.242,1	1.439,2	1.653,7	2.013,1	2.585,2	...
Septiembre	417,9	486,9	617,8	743,4	866,4	1.009,6	1.264,0	1.448,9	1.677,6	3.053,1	2.639,4	...
Octubre	423,4	493,4	632,2	753,7	872,9	1.026,1	1.285,9	1.468,6	1.694,2	2.091,0	2.698,8	...
Noviembre	427,7	501,8	643,8	761,1	886,2	1.045,5	1.301,1	1.484,5	1.715,2	2.129,6	2.748,7	...
Diciembre	431,5	515,5	657,0	769,7	893,9	1.084,3	1.314,8	1.498,4	1.760,1	2.180,5	2.783,0	...

(a) Obtenida por suma de las series desestacionalizadas de sus componentes.

Banca. Crédito al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	277,8	321,7	379,2	481,8	548,7	625,9	754,7	916,1	1.036,2	1.234,5	1.593,2	2.087,7
Febrero	281,2	323,3	384,1	487,1	555,0	629,2	763,3	926,0	1.043,7	1.248,4	1.625,1	2.118,8
Marzo	288,7	323,8	390,3	491,4	558,5	634,0	768,2	929,2	1.055,4	1.277,6	1.676,5	2.177,4
Abril	295,0	331,3	401,6	497,0	570,8	638,7	781,7	940,1	1.073,7	1.303,7	1.711,9	2.239,8
Mayo	300,2	336,2	410,9	499,4	572,1	645,6	800,4	949,4	1.086,1	1.328,4	1.752,8	...
Junio	304,4	344,2	420,6	508,0	583,8	658,2	814,9	965,9	1.112,6	1.369,7	1.817,3	...
Julio	306,0	345,7	435,8	514,8	588,9	667,6	835,1	978,9	1.136,9	1.411,9	1.878,3	...
Agosto	305,1	347,2	440,0	513,7	588,9	670,1	841,1	973,0	1.128,1	1.415,9	1.880,6	...
Septiembre	308,0	351,1	444,6	518,7	596,2	677,2	855,0	976,7	1.147,6	1.451,1	1.925,8	...
Octubre	314,0	358,3	459,2	529,9	604,2	692,6	876,1	996,4	1.165,0	1.484,8	1.977,0	...
Noviembre	317,8	365,6	467,9	537,5	617,0	712,1	893,3	1.016,1	1.190,3	1.529,9	2.030,6	...
Diciembre	325,2	383,3	484,9	553,1	630,9	758,0	918,4	1.047,8	1.249,6	1.603,8	2.092,3	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	278,4	322,0	379,4	481,0	547,0	623,4	751,7	913,1	1.033,8	1.234,4	1.594,4	2.089,8
Febrero	282,5	324,6	385,4	487,9	555,1	628,9	763,6	927,4	1.046,9	1.255,0	1.635,3	2.133,7
Marzo	290,2	325,5	392,5	494,0	561,3	637,3	772,1	934,0	1.060,3	1.283,6	1.683,9	2.186,5
Abril	295,1	331,5	402,3	498,2	572,7	641,3	785,2	944,5	1.078,5	1.309,6	1.719,2	2.248,8
Mayo	299,7	336,1	411,6	501,1	574,7	648,9	804,7	954,5	1.092,0	1.336,0	1.763,2	...
Junio	302,9	342,6	419,0	506,5	582,7	657,3	813,7	964,1	1.109,6	1.365,0	1.810,3	...
Julio	305,1	344,7	434,6	513,5	587,3	665,3	831,0	972,2	1.126,5	1.396,8	1.857,1	...
Agosto	307,1	349,6	443,3	517,9	593,9	676,0	848,5	981,8	1.137,7	1.428,2	1.897,6	...
Septiembre	311,2	354,6	449,3	524,3	602,8	684,5	863,7	986,1	1.157,3	1.462,4	1.940,9	...
Octubre	314,1	358,6	460,0	531,0	605,7	694,8	879,6	1.001,1	1.170,0	1.491,6	1.987,7	...
Noviembre	317,3	364,5	466,4	535,4	614,1	708,5	889,0	1.012,3	1.185,6	1.524,6	2.025,2	...
Diciembre	319,2	375,6	474,9	541,3	617,1	741,2	897,5	1.023,0	1.220,6	1.566,4	2.045,3	...

Cajas de ahorro. Crédito con fondos propios al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	29,8	42,3	55,5	73,8	90,5	115,4	155,2	202,4	249,9	302,8	372,5	482,8
Febrero	30,7	43,6	56,6	75,1	92,4	118,3	158,6	206,3	253,0	307,1	381,7	494,2
Marzo	31,8	44,6	58,2	77,7	94,1	121,3	162,7	209,8	258,3	315,1	388,3	504,9
Abril	32,8	45,7	59,6	79,5	95,8	123,8	165,8	213,4	261,9	316,0	391,3	516,7
Mayo	33,9	47,0	61,3	81,6	97,9	127,3	170,7	218,1	266,4	323,5	403,5	...
Junio	34,9	48,1	62,3	83,5	100,0	130,4	174,4	223,2	270,4	328,2	407,6	...
Julio	36,0	49,3	63,6	84,8	101,8	133,2	177,7	226,4	274,3	333,6	417,8	...
Agosto	36,8	50,0	64,7	85,8	103,4	136,2	181,3	230,1	278,1	339,0	428,1	...
Septiembre	37,6	50,9	65,9	86,7	105,3	139,1	185,1	233,8	281,7	342,6	437,3	...
Octubre	38,7	51,8	67,3	87,5	107,3	142,7	189,3	237,0	284,8	349,3	445,4	...
Noviembre	39,9	53,2	69,1	88,7	110,0	146,9	193,8	242,3	290,4	355,1	457,5	...
Diciembre	41,7	54,8	71,8	90,1	113,8	153,0	200,5	248,5	301,2	369,4	474,3	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	29,9	42,4	55,7	74,0	90,7	115,5	155,2	202,2	249,5	302,4	372,0	482,3
Febrero	30,7	43,7	56,7	75,3	92,5	118,4	158,6	206,3	253,7	307,0	381,6	494,2
Marzo	31,7	44,5	58,1	77,6	94,0	121,1	162,5	209,5	257,8	314,5	387,5	503,9
Abril	32,7	45,6	59,5	79,4	95,7	123,8	166,0	213,8	262,6	317,0	392,6	518,3
Mayo	33,7	46,7	60,9	81,2	97,5	126,8	170,2	217,5	265,8	322,9	402,8	...
Junio	34,7	47,8	61,9	83,0	99,5	129,8	173,8	222,6	269,8	327,6	407,0	...
Julio	35,8	49,0	63,3	84,4	101,5	133,0	177,6	226,4	274,3	333,6	417,9	...
Agosto	36,8	50,1	64,8	85,9	103,6	136,4	181,6	230,6	278,5	339,4	428,6	...
Septiembre	37,9	51,2	66,3	87,2	105,8	139,8	186,0	234,9	282,7	343,8	438,9	...
Octubre	39,1	52,3	67,9	88,2	108,1	143,7	190,5	238,7	286,7	351,8	448,8	...
Noviembre	40,1	53,5	69,5	89,1	110,5	147,5	194,5	243,3	291,4	356,3	459,3	...
Diciembre	41,4	54,4	71,3	89,5	112,9	151,7	198,5	245,8	298,0	365,4	469,2	...

Entidades oficiales de crédito. Crédito al sector privado

Serie original

Miles de millones de pesetas

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	60,5	71,6	87,1	112,5	140,1	165,2	194,3	219,4	231,5	241,0	248,4	269,1
Febrero	60,9	72,6	88,1	114,1	141,3	167,4	196,2	219,2	232,4	241,4	249,1	271,1
Marzo	61,8	73,8	90,5	118,0	144,0	171,4	200,3	222,7	235,9	243,6	251,9	275,9
Abril	63,3	75,0	92,5	119,7	146,1	172,0	201,6	222,1	234,9	242,8	253,4	279,0
Mayo	64,3	76,0	94,5	122,8	148,3	174,9	204,1	222,7	236,0	242,6	254,8	...
Junio	66,1	78,1	97,3	126,0	151,6	178,7	208,4	225,3	237,7	244,4	258,1	...
Julio	66,7	78,3	98,4	127,9	152,6	179,8	209,5	225,1	235,9	243,3	256,7	...
Agosto	67,7	79,5	100,0	129,5	155,0	182,4	211,6	226,3	236,9	244,8	258,2	...
Septiembre	68,6	80,9	102,1	131,9	158,1	185,9	215,3	229,1	239,0	248,3	261,0	...
Octubre	69,8	82,4	104,2	134,3	158,9	187,3	215,6	228,4	237,3	247,3	261,9	...
Noviembre	70,3	83,8	107,9	136,5	161,3	189,0	216,9	228,1	237,6	248,2	263,6	...
Diciembre	71,5	86,3	111,8	140,3	165,5	193,2	220,7	231,5	243,2	250,4	269,8	...

Serie desestacionalizada

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Enero	60,7	71,8	87,3	112,9	140,5	165,6	194,8	220,0	232,0	241,7	249,1	270,5
Febrero	61,4	73,1	88,8	115,0	142,4	168,6	197,4	220,4	233,4	242,5	250,2	270,4
Marzo	61,9	73,9	90,5	118,0	143,8	171,0	199,6	221,9	234,9	242,6	250,9	276,2
Abril	63,4	75,1	92,7	120,0	146,5	172,5	202,2	222,6	235,3	243,1	253,7	279,5
Mayo	64,3	76,0	94,6	122,9	148,5	175,3	204,6	223,3	236,5	243,1	255,3	...
Junio	65,5	77,4	96,5	125,0	150,6	177,7	207,4	224,3	236,7	243,4	257,1	...
Julio	66,7	78,3	98,4	127,9	152,7	180,0	209,9	225,8	236,8	244,3	257,9	...
Agosto	67,8	79,7	100,2	129,7	155,3	182,7	211,9	226,8	237,5	245,5	259,0	...
Septiembre	68,8	81,1	102,2	131,9	157,8	185,3	214,3	227,9	237,6	246,9	259,6	...
Octubre	69,9	82,5	104,3	134,5	159,1	187,6	215,9	228,8	237,5	247,6	262,3	...
Noviembre	70,3	83,8	107,9	136,6	161,6	189,5	217,6	228,9	238,2	248,7	264,2	...
Diciembre	70,9	85,5	110,8	138,9	163,9	191,4	218,8	229,6	241,5	248,7	268,5	...

Emisiones públicas

Miles de millones de pesetas

	1969	1970	1971	1972	1973	1972				1973			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
ADMINISTRACION CENTRAL	34,8	10,1	61,4	43,1	18,3	20,7	11,3	4,4	6,7	8,5	-2,4	22,1	-9,9
Emisiones brutas	45,3	22,3	68,2	47,5	68,3	22,1	12,6	5,6	7,7	9,3	6,5	29,1	23,4
Amortizaciones	-10,5	-12,2	-6,8	-4,4	-50,0	-1,4	-1,3	-1,2	-0,5	-0,8	-8,9	-7,0	-33,3
Cédulas para inversiones	30,5	16,9	43,3	31,4	12,1	22,1	2,6	5,5	1,2	2,8	0,6	4,1	4,5
<i>Emisiones brutas</i>	<i>31,4</i>	<i>17,8</i>	<i>44,2</i>	<i>31,5</i>	<i>12,1</i>	<i>22,1</i>	<i>2,6</i>	<i>5,6</i>	<i>1,2</i>	<i>2,8</i>	<i>0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>4,5</i>
<i>Amortizaciones</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,1</i>	—	—	—	<i>-0,1</i>	—	—	—	—	—
Pagarés y bonos del Tesoro	4,5	4,5	—	—	12,0	—	—	—	—	6,5	-0,6	19,1	-12,9
<i>Emisiones brutas</i>	<i>10,2</i>	—	—	—	<i>56,2</i>	—	—	—	—	<i>6,5</i>	<i>5,9</i>	<i>25,0</i>	<i>18,9</i>
<i>Amortizaciones</i>	<i>-5,7</i>	<i>-4,5</i>	—	—	<i>44,2</i>	—	—	—	—	—	<i>6,5</i>	<i>-5,9</i>	<i>-31,8</i>
Obligaciones del Tesoro	—	4,5	-4,0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Emisiones brutas</i>	<i>1,7</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Amortizaciones</i>	<i>-1,7</i>	<i>-4,5</i>	<i>-4,0</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deudas amortizables	0,6	3,1	22,5	12,5	4,6	-0,7	8,7	-1,0	5,5	-0,7	-2,3	-1,1	0,5
<i>Emisiones brutas</i>	<i>2,0</i>	<i>4,5</i>	<i>24,0</i>	<i>16,0</i>	—	—	<i>10,0</i>	—	<i>6,0</i>	—	—	—	—
<i>Amortizable 6%</i>	—	—	<i>20,0</i>	<i>16,0</i>	—	—	<i>10,0</i>	—	<i>6,0</i>	—	—	—	—
<i>Otras</i>	<i>2,0</i>	<i>4,5</i>	<i>4,0</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Amortizaciones</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,5</i>	<i>-3,5</i>	<i>4,6</i>	<i>-0,7</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>-2,3</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,5</i>
Amortizaciones con cargo al Presupuesto	-0,8	-0,9	-0,4	-0,8	1,2	-0,7	—	-0,1	—	-0,1	-0,1	—	1,0
INSTITUTO NACIONAL DE INDUSTRIA	11,7	11,8	7,0	15,3	10,9	-1,7	8,7	2,8	5,5	-1,1	3,1	4,4	4,5
Emisiones brutas	12,7	12,9	8,4	17,3	13,0	—	8,7	3,1	5,5	0,3	3,8	4,4	4,5
Amortizaciones	-1,0	-1,1	-1,4	-2,0	2,1	-1,7	—	-0,3	—	-1,4	-0,7	—	—
ORGANISMOS Y CORPORACIONES	0,3	-0,1	-0,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Emisiones brutas	0,4	—	0,1	1,6	6,7	...	...	...	...	...	...	...	...
Amortizaciones	-0,1	-0,1	-0,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

Emisiones privadas

Miles de millones de pesetas

	1969	1970	1971	1972	1973	1972				1973			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Emisiones con aportación de fondos (a+b)	107,4	109,5	104,4	154,4	251,5	24,9	41,1	28,4	60,0	...	...	...	...
Renta fija	37,7	39,4	32,2	56,4	107,0	5,6	22,2	8,0	20,6	20,9	16,8	13,9	55,3
Emisiones brutas	43,1	52,0	49,4	71,8	124,0	9,2	27,5	11,5	23,6	25,2	20,7	18,0	60,1
Amortizaciones y conversiones	-5,4	-12,6	-17,2	-15,4	-17,0	-3,6	-5,3	-3,5	-3,0	-4,3	-3,9	-4,1	-4,8
Acciones	51,2	70,7	74,0	92,3	140,6	13,6	18,5	20,8	39,4	...	...	...	...
Participaciones de Fondos de Inversión	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	3,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0	-1,1	0,1	-0,1
a. Sociedades financieras	31,2	20,0	15,3	56,0	123,8	12,1	9,1	12,8	22,0	...	...	...	...
Bonos de caja (a)	7,0	7,5	3,7	21,6	55,1	3,6	2,5	6,5	9,0	4,5	3,8	10,9	35,9
Emisiones brutas	7,9	8,0	8,3	23,1	59,3	3,9	2,8	6,8	9,6	5,0	4,8	13,0	36,5
Amortizaciones y conversiones	-0,9	- 0,5	- 4,6	- 1,5	- 4,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-1,0	-2,1	-0,6
Acciones	5,7	13,1	13,4	28,7	64,8	2,8	6,2	6,7	14,5	...	...	...	...
Participaciones de Fondos de Inversión	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	3,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0	-1,1	0,1	-0,1
b. Sociedades no financieras	76,2	89,5	89,1	98,4	127,7	12,8	32,0	15,6	38,0	31,8	26,0	20,3	49,5
Obligaciones	30,7	31,9	28,5	34,8	51,9	2,0	19,7	1,5	11,6	16,4	13,0	3,0	19,4
Emisiones brutas	35,2	44,0	41,1	48,7	64,7	5,3	24,7	4,7	14,0	20,2	15,9	5,0	23,6
Amortizaciones y conversiones	-4,5	-12,1	-12,6	-13,9	-12,8	-3,3	-5,0	-3,2	-2,4	-3,8	-2,9	-2,0	-4,2
Acciones	45,5	57,6	60,6	63,6	75,8	10,8	12,3	14,1	26,4	15,4	13,0	17,3	30,1
2. Emisiones de acciones sin aportación de fondos	22,7	17,3	4,7	9,4	4,0	3,1	1,9	2,7	1,7	0,8	1,1	0,6	1,5
Sociedades financieras	3,5	3,2	3,3	2,3	0,3	2,2	-	-	0,1	0,1	0,2	-	...
Sociedades no financieras	19,2	14,1	11,4	7,1	3,7	0,9	1,9	2,7	1,6	0,7	0,9	0,6	1,5
3. Emisiones totales (1+2)	130,1	126,8	119,1	163,8	255,5	28,0	43,0	31,1	61,7	...	...	...	...
Renta fija (neto)	37,7	39,4	32,2	56,4	107,0	5,6	22,2	8,0	20,6	20,9	16,8	13,9	55,3
Acciones	73,9	88,0	88,7	101,7	144,6	16,7	20,4	23,5	41,1	...	...	...	...
Participaciones de fondos de inversión	18,5	- 0,6	- 1,8	5,7	3,9	5,7	0,4	-0,4	-	5,0	-1,1	0,1	-0,1
Sociedades financieras	34,7	23,2	18,6	58,3	124,1	14,3	9,1	12,8	22,1	...	...	...	...
Sociedades no financieras	95,4	103,6	100,5	105,5	131,3	13,7	33,9	18,3	39,6	32,5	26,9	20,9	51,0

(a) Las emisiones autorizadas en 1973 ascendieron a 76.300 millones de los que se estima que 17.000 no tuvieron colocación en el año, todos ellos correspondientes a lo emitido en el 4.º trimestre.

Bonos de caja de Bancos industriales

Emissiones autorizadas en 1973

BANCO EMISOR	Fecha de emisión	Importe (millones)	Tipo de interés	Amortización (b)	Convertibilidad (c)	Modificaciones tipo de interés	Aptitud para ahorro institucional (d)					
							CA	CR	MML	INP	CS	SC
Intercontinental Español...	1- 2-73	5.000	6,50	T-10	—	7,5, desde 8-1-74	—	—	—	—	—	—
Industrial de Cataluña...	28- 4-73	1.000	7,00	T- 8	—	—	*	—	*	*	*	—
Financiación Industrial...	14- 6-73	3.000	6,50	T-10	—	Al 7, el 19-12-73 y al 7,5, el 19-2-74	—	—	—	—	—	—
Industrial del Mediterráneo...	20- 6-73	750	7,00	1/5; 6-10	—	—	—	—	—	—	—	—
Industrial de León...	5- 7-73	2.000	6,50	T-10	50 %; 1-10	—	*	*	*	*	*	*
Unión Industrial Bancaria...	26- 7-73	4.000	7,00	T-10	20 % en 8.º	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de Cataluña...	31- 7-73	2.000	5,25	T- 4	50 %; 1-4	—	*	—	*	*	*	*
Industrial de Cataluña...	31- 7-73	1.000	7,00	T- 8	—	—	*	—	*	*	*	—
Industrial del Sur...	6- 8-73	2.500	7,00	1/3; 8-10	—	—	*	*	*	*	*	—
Occidental...	16- 8-73	1.500	6,50	T-10	10 % en 2.º	Al 7,5, s/e. 20-11-73	*	*	*	*	*	*
Industrial de Bilbao...	1-10-73	5.000	7,00	1/2; 7- 8	—	(a)	*	*	*	*	*	*
Fomento...	4-10-73	3.000	7,00	1/5; 6-10	—	Al 7,5, s/e. 3-10-73	*	*	*	*	*	—
Granada...	11-10-73	1.500	7,50	350 mill., en 8.º y 9.º, y 800 mill., en el 10.º	—	—	*	—	*	*	*	—
Desarrollo Económico Español...	20-10-73	800	7,00	1/4; 5- 8	—	(a)	*	*	*	*	*	—
Urquijo...	29-10-73	6.000	7,00	1/3; 10-12	—	Al 7,5, desde 19-2-74	*	*	*	*	*	—
Financiación Industrial...	2-11-73	2.000	7,00	T-10	—	Al 7,5, desde 19-2-74	—	—	—	—	—	—
Europeo de Negocios...	12-11-73	4.000	7,00	T-10	—	Al 7,5, desde 19-2-74	*	*	*	*	*	—
Occidental...	16-11-73	1.500	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	*	*	*	*	—
Industrial del Mediterráneo...	21-11-73	750	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	—	*	*	*	—
Noroeste...	3-12-73	1.500	7,00	T-10	20 %; 1, 4, 7, 10	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de León...	14-12-73	1.500	7,50	325 mill., en 5.º, 6.º y 7.º; resto, 8.º	—	—	*	*	*	*	*	—
Desarrollo Económico Español...	15-12-73	3.000	7,50	1/4; 5-8	—	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de Cataluña...	17-12-73	3.000	7,00	T-7	25 %; 1/5, 1, 2, 4, 5 y 7	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de Cataluña...	17-12-73	2.000	7,50	1/4; 7-10	—	—	*	*	*	*	*	—
Industrial del Sur...	18-12-73	3.000	7,50	1/4; 9-12	—	—	*	*	*	*	*	—
Intercontinental Español...	19-12-73	5.000	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	—	*	*	*	—
Unión Industrial Bancaria...	20-12-73	3.000	7,50	T- 8	—	—	*	*	*	*	*	—
Unión Industrial Bancaria...	20-12-73	3.000	6,50	T-10	50 %; 2, 4, 6 y 8	—	*	*	*	*	*	—
Promoción de Negocios...	22-12-73	1.000	7,50	1/3; 8-10	—	—	*	—	*	*	*	—
Occidental...	27-12-73	3.000	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	*	*	*	*	—

- (a) Pendiente autorización para elevar el tipo de interés al 7,5 por 100.
 (b) T-10. El empréstito se amortizará de una sola vez, en su totalidad al cumplirse el décimo año. 1/6; 6-10. El empréstito se amortizará en cinco vencimientos consecutivos anuales de igual cuantía desde el sexto año.
 (c) 10 por 100 3 y 7. Los títulos son convertibles en un 10 por 100 los años tercero y séptimo.
 (d) CA: Cajas de ahorros; CR: Cajas rurales; MML: Montepíos y Mutualidades Laborales; INP: Instituto Nacional de Previsión; CS: Compañías de seguros; SC: Sociedades de capitalización.

Presupuesto inicial consolidado de las administraciones públicas

Miles de millones de pesetas

	1972	1973	1974
Operaciones no financieras.	662,8	825,9	1.024,7
Operaciones corrientes	659,4	822,1	1.017,9
Impuestos directos (a)	319,2	419,1	535,0
Impuestos indirectos	238,0	279,2	332,0
Tasas y otros ingresos	49,8	64,6	87,3
Transferencias corrientes	21,5	24,4	29,6
Ingresos patrimoniales	30,9	34,8	33,9
Operaciones de capital	3,4	3,8	6,8
Enajenación de inversiones reales	3,2	3,8	5,9
Transferencias de capital	0,2	—	0,9
Operaciones financieras.	47,8	50,6	48,9
Variación de activos financieros	10,7	12,5	20,3
Variación de pasivos financieros	37,1	38,1	28,6
TOTAL INGRESOS	710,6	876,5	1.073,6
Operaciones no financieras.	681,7	843,2	1.035,7
Operaciones corrientes	529,4	664,0	831,5
Remuneraciones de personal	232,7	266,0	335,8
Compra de bienes y servicios	99,9	123,1	157,7
Intereses	11,3	16,0	17,6
Transferencias corrientes	185,5	258,9	320,4
Operaciones de capital	152,3	179,2	204,2
Inversiones reales	117,5	140,1	155,3
Transferencias de capital	34,8	39,1	48,9
Operaciones financieras.	26,4	31,0	33,7
Variación de activos financieros	8,8	9,3	9,8
Variación de pasivos financieros	17,6	21,7	23,9
Remanente de Tesorería en Organismos Autónomos	2,5	2,3	4,2
TOTAL GASTOS.	710,6	876,5	1.073,5

(a) Incluye 189,5 miles de millones en 1972, 267,1 en 1973 y 340,2 en 1974 de contribuciones a la Seguridad Social.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Presupuesto del Sector Público 1972, 1973 y 1974.

Presupuesto inicial de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Operaciones no financieras	233,6	263,8	302,7	346,1	401,8	465,7	550,4
Operaciones corrientes	233,5	263,7	302,6	345,9	401,6	465,5	549,4
Impuestos directos	61,7	71,5	86,1	99,0	115,0	135,7	172,9
Impuestos indirectos	140,5	150,6	174,6	189,9	225,1	260,8	311,2
Tasas y otros ingresos	19,3	21,0	22,5	28,7	29,7	35,5	37,6
Transferencias corrientes	5,6	6,1	7,1	9,4	10,7	11,4	13,4
Ingresos patrimoniales	6,4	14,5	12,3	18,9	21,1	22,1	14,3
Operaciones de capital	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,0
Enajenación de inversiones reales	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,0
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—
Operaciones financieras	4,2	8,0	7,1	24,0	17,5	8,6	1,3
Variación de activos financieros	1,2	2,5	3,6	0,7	0,7	0,8	1,1
Variación de pasivos financieros	3,0	5,5	3,5	23,3	16,8	7,8	0,2
TOTAL INGRESOS	237,8	271,8	309,8	370,1	419,3	474,3	551,7
Operaciones no financieras	232,4	264,4	301,1	360,3	408,1	461,7	538,8
Operaciones corrientes	160,7	179,5	207,0	254,3	288,7	329,5	387,7
Remuneración de personal	99,8	115,3	127,1	149,1	164,6	185,1	217,0
Compra de bienes y servicios	15,7	15,2	18,8	23,1	26,2	31,5	36,6
Intereses	5,4	5,6	5,8	6,0	6,7	8,2	8,6
Transferencias corrientes	39,8	43,4	55,3	76,1	91,2	104,7	125,5
Operaciones de capital	71,7	84,9	94,1	106,0	119,4	132,2	151,1
Inversiones reales	40,7	45,2	52,9	61,4	53,8	61,8	70,6
Transferencias de capital	31,0	39,7	41,2	44,6	65,6	70,4	80,5
Operaciones financieras	5,4	7,4	8,7	9,8	11,2	12,6	12,9
Variación de activos financieros	2,5	4,2	5,2	6,1	5,1	5,1	5,7
Variación de pasivos financieros	2,9	3,2	3,5	3,8	6,1	7,5	7,2
TOTAL GASTOS	237,8	271,8	309,8	370,1	419,3	474,3	551,7

FUENTE: Ministerio de Hacienda, «Libros Rojos del Presupuesto».

Presupuesto inicial de la Administración Central
Clasificación funcional

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas							Porcentajes s/ el total	
	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1973	1974
Actividades generales	62,2	65,8	73,5	84,4	101,0	116,0	145,1	24,5	26,3
Servicios generales	26,7	28,5	32,2	39,5	46,8	53,8	66,6	11,4	12,1
Defensa	35,5	37,4	41,2	44,9	54,2	62,2	78,6	13,1	14,2
Actividades sociales y comunitarias	76,2	101,8	116,9	147,1	157,4	117,8	202,2	37,5	36,7
Educación	27,8	37,5	44,8	59,9	64,9	73,0	85,8	15,4	15,5
Salud	4,5	4,9	5,8	7,2	7,3	9,2	9,9	1,9	1,8
Pensiones, Seguridad Social y servicios so- ciales	26,3	36,8	41,8	53,6	58,0	64,8	72,0	13,7	13,1
Viviendas y bienestar comunitario	12,3	16,7	17,3	18,0	18,2	21,1	23,1	4,4	4,2
Otros servicios sociales y comunitarios	5,3	5,7	7,1	8,4	9,0	9,8	11,4	2,1	2,1
Actividades económicas	65,7	71,5	84,0	97,5	117,3	128,9	146,1	27,2	26,5
Administración general	1,1	1,1	1,2	1,4	1,8	1,8	2,4	0,3	0,4
Agricultura, ganadería, bosques y pesca	20,0	22,5	30,5	34,8	38,8	40,2	43,0	8,5	7,8
Minas, construcción e industrias diversas	3,2	3,5	4,0	5,0	10,2	10,8	17,1	2,3	3,1
Energía	0,5	0,7	0,8	0,1	1,3	1,4	1,4	0,3	0,3
Transportes y comunicaciones	39,1	41,6	45,0	52,7	62,1	71,0	78,2	15,1	14,2
Comercio	0,8	0,9	1,0	1,4	1,5	1,9	1,9	0,4	0,3
Turismo	1,0	1,2	1,5	1,4	1,6	1,7	2,1	0,4	0,4
No clasificados	33,8	32,7	35,3	41,1	43,6	51,5	58,2	10,8	10,5
TOTAL	273,8	271,8	309,8	370,2	419,3	474,3	551,7	100,0	100,0

Presupuestos iniciales de organismos autónomos administrativos,
corporaciones locales y Seguridad Social

Miles de millones de pesetas

	Organismos autónomos			Corporaciones locales (a)			Seguridad Social		
	1972	1973	1974	1972	1973	1974	1972	1973	1974
Operaciones no financieras. . .	57,8	61,8	67,6	90,0	114,0	136,1	214,8	295,3	380,5
Operaciones corrientes. . .	25,5	29,8	34,4	86,9	109,8	130,0	214,2	295,2	380,4
Impuestos directos. . .	0,1	0,2	0,2	14,5	16,1	21,9	189,6	267,1	340,0
Impuestos indirectos. . .	0,6	2,1	1,0	8,3	13,1	15,2	3,9	3,2	4,7
Tasas y otros ingresos. . .	3,9	3,6	6,3	27,7	37,9	44,4	—	—	—
Transferencias corrientes. . .	20,6	23,6	27,4	33,0	37,6	43,6	16,6	19,3	21,6
Ingresos patrimoniales. . .	0,3	0,3	0,5	3,4	5,1	4,9	4,1	5,6	14,1
Operaciones de capital. . .	32,3	32,0	33,2	3,1	4,2	6,1	—	0,1	0,1
Enajenaciones de inversiones reales. . .	1,2	1,1	1,5	1,9	2,5	3,4	—	—	—
Transferencias de capital. . .	31,1	30,9	31,7	1,2	1,7	2,7	—	0,1	0,1
Operaciones financieras. . . .	11,8	12,5	13,8	17,4	27,2	28,8	1,1	2,3	5,0
Variación de activos financieros. . .	8,9	9,4	10,6	—	—	3,6	1,1	2,3	5,0
Variación de pasivos financieros. . .	2,9	3,1	3,2	17,4	27,2	25,2	—	—	—
TOTAL DE INGRESOS. . .	69,6	74,3	81,4	107,4	141,2	164,9	215,3	297,6	385,5
Operaciones no financieras. . .	61,6	66,4	70,9	97,6	128,3	150,4	215,3	297,6	385,5
Operaciones corrientes. . .	30,2	34,4	39,6	66,7	85,8	101,0	212,5	292,6	379,5
Remuneración del personal. . .	12,1	14,6	15,9	33,7	4,1	49,4	29,0	32,0	53,5
Compra de bienes y servicios. . .	8,0	8,8	9,6	24,4	30,8	36,2	44,0	55,0	75,4
Intereses. . .	1,0	1,0	1,1	3,4	6,6	7,7	0,1	0,2	0,2
Transferencias corrientes. . .	9,1	10,0	13,0	5,2	6,3	7,7	139,4	205,4	250,4
Operaciones de capital. . .	31,4	32,0	31,3	30,9	42,5	49,4	2,8	5,0	6,0
Inversiones reales. . .	30,0	30,8	29,3	30,8	42,4	49,4	2,8	5,0	6,0
Transferencias de capital. . .	1,4	1,2	2,0	0,1	0,1	—	—	—	—
Operaciones financieras. . . .	5,5	5,5	6,2	9,8	12,9	14,5	—	—	—
Variaciones de activos financieros. . .	3,8	4,2	4,0	—	—	—	—	—	—
Variaciones de pasivos financieros. . .	1,7	1,3	2,2	9,8	12,9	14,5	—	—	—
Remanente de Tesorería en organismos autónomos. . .	2,5	2,4	4,3	—	—	—	—	—	—
TOTAL DE GASTOS. . .	69,6	74,3	81,4	107,4	141,2	164,9	215,3	297,6	385,5

(a) Comprende los presupuestos ordinarios, especiales y extraordinarios.

(b) Comprende 3.300 millones de pesetas de impuestos sobre el capital.

FUENTE: Ministerio de Hacienda, «Presupuestos del Sector Público 1972, 1973 y 1974».

Administración Central: Realizaciones presupuestarias

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
OPERACIONES NO FINANCIERAS (neto)	— 6,0	— 0,6	3,2	— 27,9	0,8	7,6
Ingresos	236,7	279,2	315,2	354,4	411,3	494,1
Presupuesto (a)	228,9	265,9	301,1	340,2	398,7	477,7
Impositivos	188,8	227,2	256,1	283,7	337,3	422,3
No impositivos	40,1	38,7	45,0	56,5	61,4	55,4
Anexo	0,7	6,0	6,5	6,4	6,5	9,6
Por cuenta de las corporaciones locales	7,1	7,3	7,6	7,8	6,1	6,8
Pagos	— 244,2	— 282,8	— 379,9	— 382,9	— 427,8	— 496,2
Presupuesto (b)	— 233,8	— 269,5	— 296,2	— 356,7	— 406,1	— 467,4
Adicional	—	—	— 3,5	— 11,3	—	—
Apéndice	— 3,5	— 1,3	— 1,3	— 0,2	— 6,9	— 8,7
Anexo	— 1,3	— 5,5	— 5,3	— 7,1	— 5,7	— 7,5
Por cuenta de las corporaciones locales	— 5,6	— 9,1	— 7,6	— 7,6	— 9,1	— 12,6
Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	1,5	3,0	1,9	0,6	17,3	9,7
FINANCIACION (neta)	6,0	0,6	— 3,2	27,9	— 0,8	— 7,6
Activos financieros (neto)	— 1,5	— 2,7	— 3,7	— 4,0	— 5,0	— 2,7
Ingresos	0,8	1,0	0,7	0,8	1,0	5,0
Pagos	— 2,3	— 3,7	— 4,4	— 4,8	— 6,0	— 7,7
Dotaciones al Crédito Oficial (—)	— 31,1	— 32,6	— 15,5	— 22,4	— 18,0	— 25,1
Emisiones de Deuda (neto) (d)	37,3	34,8	10,1	61,3	43,0	18,3
Emisiones brutas	40,3	45,3	22,3	68,1	47,5	68,3
Amortizaciones (—)	— 3,0	— 10,5	— 12,2	— 6,8	— 4,5	— 50,0
Préstamos exteriores (neto)	4,6	—	— 0,3	1,7	0,6	— 1,6
Préstamos brutos	5,3	0,8	0,6	2,2	2,5	1,2
Amortizaciones (—)	— 0,7	— 0,8	— 0,9	— 0,5	— 1,9	— 2,8
Recurso neto al Banco de España (e)	— 3,3	1,1	6,2	2,4	— 21,5	3,5
Emisión de moneda metálica	3,7	1,9	1,0	1,1	0,7	0,6
Otros conceptos	— 7,0	— 0,8	5,2	— 9,8	— 22,2	2,9
Por traspaso del crédito al I. N. I.	—	—	—	11,1	—	—
Crédito al I. N. I.	—	—	—	— 11,1	—	—

(a) Excluidos los procedentes de variación de activos financieros y de variación de pasivos financieros.

(b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y deuda (Deuda del Estado) y otras Deudas amortizadas con cargo al Presupuesto.

(c) Incluye también ajustes.

(d) Cédulas para inversiones, deuda universitaria y bonos del Tesoro.

(e) Cuentas corrientes del Tesoro, servicio financiero de la deuda, talones pendientes de pago y otras cuentas de la Administración Central en el Banco de España (incluye la deuda Renfe y el crédito al I. N. I. del Banco de España asumidos por el Tesoro).

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

Administración Central: Ingresos impositivos obtenidos (a)

Miles de millones de pesetas

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Directos	35,2	41,3	49,1	56,7	60,7	72,3	82,0	98,7	117,6	147,6
Rústica	1,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	1,1	1,5	1,7	1,6
Urbana	2,3	2,5	2,8	3,3	3,2	4,0	4,5	5,3	6,3	7,6
Rendimiento del trabajo personal ..	8,4	8,7	12,2	14,1	14,2	17,1	21,5	27,4	34,7	49,0
Rentas de capital	3,5	4,3	4,7	5,5	6,3	7,3	8,6	10,5	11,8	14,5
Impuesto industrial (b)	4,6	5,5	6,0	7,5	8,5	9,1	9,7	11,2	12,4	13,0
Sobre la renta de sociedades (c) ...	11,4	13,5	16,4	18,7	19,8	25,2	27,2	31,7	37,3	45,8
Sobre la renta de las personas físicas	1,6	1,8	2,0	2,5	2,9	3,2	3,3	4,0	5,0	6,2
Impuestos sobre el capital (d)	1,9	2,0	2,0	2,2	3,1	3,5	4,2	4,5	5,7	7,0
Otros conceptos y resultados	0,2	1,7	2,1	2,0	1,8	2,0	1,9	2,6	2,6	2,8
Indirectos	75,4	89,0	107,9	119,7	128,1	154,9	174,1	185,0	219,7	274,8
Transmisiones patrimoniales y actos										
jurídicos documentados	12,5	9,3	11,0	12,5	15,2	19,2	22,9	25,7	32,0	41,4
Aduanas	16,6	24,1	29,6	23,6	23,6	28,0	28,5	24,2	32,0	42,3
Tabacos (monopolio y lujo)	7,9	8,3	9,8	11,0	12,3	14,5	45,1	46,7	54,5	90,4
Petróleo (monopolio especial y lujo)	18,7	21,6	25,6	32,0	35,4	42,1	16,3	17,1	17,2	—
Sobre el lujo (excepto tabaco y pe-										
tróleo)	4,1	5,8	7,5	9,3	9,9	12,9	15,4	18,0	21,5	25,4
Especiales (excepto petróleo)	2,5	3,0	3,4	4,2	4,5	5,6	7,3	8,9	10,4	12,5
Tráfico de empresas	7,1	14,8	19,4	23,3	26,6	31,9	37,8	43,8	51,3	62,3
Otros conceptos	6,0	2,1	1,6	0,8	0,6	0,7	0,8	0,6	0,8	0,5
TOTAL	110,6	130,3	157,0	167,4	188,8	227,2	256,1	283,7	337,3	422,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) El que las cuentas de las Administraciones Públicas incluyan dentro de los impuestos algunas tasas, explica las discrepancias entre este cuadro y el número 61 del Apéndice.
- (b) Incluye licencia fiscal y cuota por beneficios.
- (c) Incluye antes de 1966 negociación de valores mobiliarios y a partir de esa fecha, impuesto especial del 4 por ciento.
- (d) Incluye, como componente principal, el impuesto sobre sucesiones.

Administración Central: Realizaciones presupuestarias

Cifras trimestrales

Miles de millones de pesetas

	1972	1973	1972				1973			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
OPERACIONES NO FINANCIERAS (neto) . .	0,9	7,6	— 16,3	9,8	9,4	— 2,1	— 19,1	16,3	7,7	2,7
Ingresos	411,3	494,1	81,7	103,2	106,1	120,3	105,4	121,4	123,3	139,0
Presupuesto	398,7	477,8	79,7	98,9	102,5	117,6	103,4	115,5	121,1	132,8
Anexo	6,5	9,6	1,5	1,9	3,1	—	1,4	3,3	1,7	3,2
Por cuenta de las corporaciones locales	6,1	6,8	0,5	2,4	0,5	2,7	0,6	2,6	0,5	3,0
Pagos	— 427,8	— 496,2	— 95,2	— 101,3	— 108,9	— 122,4	— 108,8	— 124,7	— 123,4	— 144,0
Presupuesto	— 406,1	— 467,4	— 89,3	— 95,0	— 102,5	— 119,3	— 105,1	— 110,9	— 118,4	— 137,8
Adicional	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Apéndice	— 6,9	— 8,7	— 0,6	— 0,4	— 3,8	— 2,1	— 3,6	— 1,6	— 1,8	— 1,6
Anexo	— 5,7	— 7,5	— 0,5	— 2,1	— 1,4	— 1,7	— 1,4	— 1,5	— 2,6	— 2,0
Por cuenta de las corporaciones locales	— 9,1	— 12,6	— 4,8	— 3,8	— 1,2	0,7	1,3	— 10,7	— 0,6	— 2,6
Por operaciones de Tesorería (neto)	17,4	9,5	— 2,8	7,9	12,2	1,4	— 19,4	19,5	7,7	7,7
FINANCIACION NETA	— 0,9	— 7,6	16,3	— 9,8	— 9,5	2,1	19,1	— 16,2	— 7,7	— 2,7
Activos financieros (neto)	— 5,0	— 2,7	— 0,4	— 0,5	0,2	— 4,3	1,3	3,0	— 2,0	— 5,0
Ingresos	1,0	5,0	0,7	—	0,2	0,1	1,6	3,3	0,1	—
Pagos	— 6,0	— 7,7	— 1,1	— 0,5	—	— 4,4	— 0,3	— 0,3	— 2,1	— 5,0
Dotaciones al crédito oficial	— 18,0	— 25,1	— 3,4	— 1,8	— 3,9	— 8,9	— 3,1	— 5,3	— 4,8	— 11,9
Emisión de Deuda (neto)	43,1	18,3	20,7	11,3	4,4	6,7	8,5	— 2,3	22,0	— 9,8
Emisiones brutas	47,5	68,3	22,1	12,6	5,6	7,2	9,3	6,5	29,1	23,4
Amortizaciones	— 4,4	— 50,0	— 1,4	— 1,3	— 1,2	— 0,5	— 0,8	— 8,8	— 7,1	— 33,2
Préstamos exteriores	0,6	— 1,6	— 0,1	— 0,2	—	0,9	— 2,2	— 0,3	1,2	— 0,3
Préstamos brutos	2,5	1,2	—	—	1,0	1,5	—	—	1,2	—
Amortizaciones	— 1,9	— 2,8	— 0,1	— 0,2	— 1,0	— 0,6	— 2,2	— 0,3	—	— 0,3
Recurso neto al Banco de España	— 21,5	3,5	— 0,5	— 18,6	— 10,1	7,7	14,6	— 11,4	— 24,1	24,3
Emisión de moneda	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Otros conceptos	— 22,2	2,9	— 0,9	— 18,8	— 10,2	7,5	14,4	— 11,5	— 24,2	24,1
Por traspaso crédito I. N. I.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Créditos al I. N. I.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

Ver notas del cuadro 55 del Apéndice

Administraciones públicas (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	19,3	24,9	24,9	31,7	33,8	40,9	48,0	51,2	66,4	81,2	108,1
Sueldos y salarios	49,5	57,5	67,2	78,2	97,2	123,5	137,2	160,0	179,6	203,2	232,7
Intereses	6,3	6,2	7,1	9,2	8,9	9,7	12,5	14,6	15,9	16,4	19,0
Prestaciones sociales	14,4	17,3	21,1	24,7	29,2	68,2	78,0	94,1	108,6	143,2	172,6
Subvenciones	11,5	9,4	12,1	15,5	18,7	20,7	24,1	25,7	28,9	43,1	46,6
Transferencias corrientes	4,4	9,7	9,0	12,1	11,7	14,8	19,9	17,6	32,7	31,6	32,5
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	0,5	0,4	1,2	— 0,1	— 1,2	2,6	— 0,3	2,5	— 1,2	1,1	— 1,4
Ahorro	38,7	36,5	51,2	57,5	64,7	82,9	77,9	97,9	96,7	82,3	128,6
TOTAL	144,5	164,0	194,8	228,8	263,0	363,3	396,2	463,5	527,6	602,5	738,7
Ingresos de la propiedad y de la empresa	9,6	7,4	12,0	15,3	14,9	19,0	27,6	28,1	38,4	32,1	32,9
Impuestos indirectos	65,7	73,4	86,7	105,3	127,7	144,1	154,7	186,7	210,7	230,2	276,2
Impuestos directos	36,5	40,7	44,3	50,0	57,8	65,3	70,0	80,8	93,1	112,9	131,7
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	2,4	3,1	3,5	4,1	5,1	5,8	7,6	9,5	9,9	12,4	19,2
Contribuciones a la Seguridad Social	27,3	35,1	43,6	48,9	51,7	120,3	128,2	147,3	163,7	201,1	262,5
Transferencias corrientes	3,0	4,3	4,7	5,2	5,8	8,8	8,3	11,1	11,8	13,5	16,0

(a) Incluye Estado, Organismos Autónomos y Administrativos, Corporaciones locales y Seguridad Social. Al ser una cuenta consolidada, sus cifras no coinciden con la suma acumulada de sus distintos componentes.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	17,8	23,0	31,4	36,5	45,7	50,0	47,3	57,2	64,9	86,3	88,0
Compras netas de terrenos	— 0,4	0,5	0,1	0,3	0,8	2,3	2,2	2,0	4,1	6,3	3,7
Transferencias de capital	10,7	13,6	16,7	19,1	19,0	19,6	22,8	34,4	30,5	25,7 (b)	33,5
Capacidad de financiación	15,7	3,9	7,8	6,3	4,9	17,7	14,0	12,6	8,0	— 24,6	18,1
TOTAL	43,8	41,1	56,0	62,2	70,4	89,5	86,3	106,1	107,5	93,6	143,4
Ahorro	38,7	36,5	51,2	57,5	64,7	83,0	77,9	97,9	96,7	82,3	128,7
Impuestos sobre el capital	3,4	3,6	4,4	4,7	5,2	6,5	8,0	7,7	10,4	11,3	14,7
Transferencias de capital	1,6	1,0	0,4	—	0,5	0,1	0,4	0,5	0,4	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

(b) Neto.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación de caja y depósitos transferibles (b)	3,7	6,0	1,8	3,5	0,5	22,6	20,7	13,7	8,9	27,6	24,7
Adquisición de obligaciones (neto)	1,4	4,2	5,4	4,1	3,8	—	5,8	6,1	0,8	—0,7	—3,3
Adquisición de acciones (neto)	3,6	—0,6	0,1	1,2	1,3	0,7	1,3	3,4	4,6	5,6	6,7
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—0,8	—0,1	0,5	—0,1	0,6	—0,4	—	0,1	0,6	—	—0,7
Préstamos a medio y largo plazo (neto)	8,7	4,3	17,9	27,3	33,2	32,2	33,8	36,2	20,2	24,2	20,6
Inversión neta en servicios comerciales (c)	0,4	0,2	0,6	1,1	0,9	1,0	0,4	1,4	1,2	0,9	1,4
Otros activos financieros	—	—	2,9	2,6	4,7	7,6	10,1	10,3	12,9	12,6	15,9
Variación neta activos financieros	19,2	14,1	29,2	39,7	45,0	63,7	72,2	71,3	49,2	70,2	65,3
Necesidad de financiación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	24,6	—
TOTAL	19,2	14,1	29,2	39,7	45,0	63,7	72,2	71,3	49,2	94,8	65,3
Moneda emitida por el Tesoro y variación en depósitos transferibles recibidos	0,4	1,2	2,5	1,1	2,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,1	0,7
Variaciones en otros depósitos recibidos (neto)	1,4	0,2	—1,3	2,4	0,3	1,2	3,1	2,5	3,4	—0,6	7,7
Emisión Deuda pública (neto)	—1,9	1,3	11,4	24,1	22,0	25,7	37,4	31,8	16,0	61,5	44,8
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	0,3	0,6	1,4	—0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,4
Préstamos a medio y largo plazo (neto)	1,4	1,3	2,5	3,4	6,0	3,7	6,6	6,3	3,4	4,0	4,8
Anticipos del Banco de España	—0,9	—2,8	1,6	5,0	4,0	—0,9	2,1	1,5	0,3	6,3	—13,6
Otros pasivos financieros	2,3	7,8	3,3	—2,0	4,7	11,2	4,6	15,1	15,9	21,6	1,5
Variación neta pasivos financieros	3,5	10,2	21,4	33,4	40,1	46,1	58,2	59,3	41,2	94,8	47,2
Capacidad financiera	15,7	3,9	7,8	6,3	4,9	17,6	14,0	12,6	8,0	—	18,1

(a) Véase nota al Apéndice 58.

(b) Incluye «Variación en otros depósitos».

(c) Comprende la inversión real y financiera en esos servicios.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	11,1	14,0	13,3	16,8	16,3	17,7	17,3	19,0	24,0	27,4	33,1
En el interior	11,1	14,0	12,1	15,1	15,0	15,8	15,4	15,7	22,8	—	—
En el exterior	—	—	1,2	1,7	1,3	1,9	1,9	3,3	1,2	—	—
Sueldos y salarios	30,7	35,7	39,1	49,0	68,9	87,1	96,0	111,3	120,8	135,3	152,9
Intereses	5,0	4,9	5,4	7,3	7,3	7,7	10,6	12,5	13,3	13,4	15,9
Pagados en el interior	4,6	4,4	4,6	6,4	6,6	6,8	9,3	11,2	11,9	12,1	14,5
Pagados en el exterior	0,4	0,5	0,8	0,9	0,7	0,9	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4
Subvenciones	11,1	9,1	12,0	14,9	18,1	20,1	22,7	24,6	27,5	41,1	44,6
Transferencias corrientes	7,4	17,7	27,8	24,4	24,8	32,1	45,2	49,8	70,4	80,0	85,4
A Administraciones públicas	4,8	11,5	11,7	15,3	16,1	22,3	29,3	36,7	42,7	52,3	57,9
A otros sectores	2,4	6,0	5,9	8,9	8,5	9,2	14,6	11,8	26,9	27,0	26,4
Al exterior	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	1,3	1,3	0,8	0,7	1,1
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—0,1	—0,1	0,4	—0,4	—0,4	—0,2	—0,3	—	—0,5	0,4	—0,6
Ahorro	31,8	25,2	40,0	43,7	64,4	52,7	47,5	66,2	73,1	64,4	99,7
TOTAL	97,0	106,5	127,9	155,7	187,3	217,3	238,8	283,1	328,6	362,1	430,9
Ingresos de la propiedad y de la empresa	6,2	3,5	8,6	11,5	9,6	13,6	22,0	20,9	29,9	22,9	23,2
Impuestos indirectos (b)	58,7	67,7	80,8	98,8	121,8	137,4	147,4	177,9	200,3	218,6	261,8
Impuestos directos (c)	28,9	31,6	34,3	40,7	49,3	56,7	60,4	72,5	83,1	101,5	119,8
Sobre las empresas	18,7	20,2	21,7	27,0	31,0	35,2	37,7	45,7	51,2	60,5	70,0
Sobre las familias	10,2	11,4	12,6	13,7	18,3	21,5	22,7	26,8	31,9	41,0	49,8
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	0,7	0,3	0,3	1,0	2,3	3,0	3,3	4,0	6,7	9,6	14,2
Transferencias corrientes	2,5	3,4	3,8	3,6	4,4	6,6	5,7	7,8	8,6	9,5	12,0
De administraciones públicas	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,9	1,0	1,1
De otros sectores	2,4	3,2	3,6	3,4	4,2	6,2	5,4	7,1	7,5	8,1	10,4
Del exterior	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,7

(a) El Estado es uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

(b) Los impuestos indirectos incluyen aquí también algunas tasas y exacciones parafiscales (por ejemplo, póliza turismo, timbres, derechos publicidad, derechos reguladores).

(c) Los impuestos directos incluyen aquí también algunas tasas y exacciones parafiscales.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de Administraciones públicas.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	10,1	13,9	17,8	20,7	29,2	32,6	27,9	31,2	35,7	49,9	39,5
Compras netas de terrenos	0,4	0,9	1,2	1,5	1,4	1,7	1,6	1,2	3,2	4,4	2,0
Transferencias de capital	—	—	21,5	24,9	26,3	27,8	32,7	39,1	36,3	42,0	56,7
A Administraciones públicas	—	—	5,0	6,0	7,5	8,6	10,2	11,6	12,9	17,4	24,2
A otros sectores	—	—	16,5	18,9	18,8	19,2	22,2	27,2	23,1	24,2	31,5
Al exterior	—	—	—	—	—	—	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0
Capacidad de financiación	10,8	—	2,1	—	1,1	—	—	—	2,2	—	8,0
TOTAL	35,4	33,8	42,7	47,1	58,0	62,1	62,2	71,4	77,4	96,3	106,2
Ahorro	31,8	25,3	40,0	43,8	54,4	52,7	47,5	66,2	73,1	64,4	99,7
Impuestos sobre el capital	2,0	1,9	2,2	2,2	2,5	2,8	3,4	3,8	4,3	5,0	6,5
Transferencias de capital	1,7	1,1	0,5	0,6	1,1	0,9	0,5	—	—	—	0,1
De Administraciones públicas	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,8	0,1	—	—	—	0,1
Del exterior	1,6	1,0	0,4	—	0,5	0,1	0,4	—	—	—	—
Necesidad de financiación	—	5,5	—	0,5	—	5,7	10,8	1,4	—	26,8	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	0,3	1,1	— 1,0	0,3	0,9	— 0,3	2,9	— 2,3	1,6	15,8	10,5
Adquisición de acciones (neto)	3,6	— 0,2	0,1	1,2	1,2	0,6	1,1	3,2	4,3	5,0	4,9
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	— 1,0	0,2	0,8	0,7	1,1	0,6	—	—	0,1	—	—
A Administraciones públicas	—	0,3	0,8	0,8	0,4	—	—	—	—	—	—
A otros sectores	— 1,0	— 0,1	—	— 0,1	0,7	0,6	—	—	0,1	—	—
Préstamos concedidos a largo plazo (neto)	8,3	3,9	17,6	26,7	31,5	30,2	30,7	34,2	17,7	21,6	17,3
A Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	— 0,3	—	0,2	0,2	0,2
A otros sectores	8,3	3,9	17,6	26,7	31,5	30,2	31,0	34,2	17,5	21,4	17,1
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Inversión neta en servicios comerciales incluidos en el presupuesto del Estado	0,4	0,2	0,6	1,1	0,9	1,0	10,7	1,3	1,2	1,0	1,4
Otros activos financieros	1,5	0,2	2,9	1,2	4,6	6,7	0,4	2,9	15,6	8,7	6,7
Variación neta en activos financieros	13,1	5,5	20,9	31,2	40,1	37,6	45,9	39,4	40,5	52,1	40,9
Necesidad de financiación	—	5,5	—	0,5	—	5,7	10,8	1,4	—	26,8	—
TOTAL	13,1	11,0	20,9	31,7	40,1	43,3	56,7	40,8	40,5	78,9	40,9
Emisión en moneda y variación en depósitos transferibles recibidos	0,4	1,2	1,4	1,1	2,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,1	0,7
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	1,7	1,4	0,8	3,5	1,7	2,3	5,5	2,7	5,4	0,5	11,4
De Administraciones públicas	0,3	1,2	0,5	1,1	1,4	1,1	2,4	0,2	1,9	1,0	3,7
De otros sectores	1,4	0,2	— 1,3	2,4	0,3	1,2	3,1	2,5	3,5	— 0,5	7,7
Emisión de obligaciones (neto)	— 1,7	2,2	11,9	24,5	22,4	25,9	37,2	29,7	15,1	60,9	44,8
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	—	1,0	— 1,0	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	0,4	1,1	0,4	0,6	3,7	2,0	5,2	1,4	0,6	— 0,8	— 0,8
De otros sectores	— 1,3	— 0,4	—	— 0,1	2,7	1,9	— 0,1	— 0,1	— 0,1	—	— 0,1
Del exterior	1,7	1,5	0,4	0,7	1,0	0,1	5,3	1,5	0,7	— 0,8	— 0,7
Anticipos recibidos por el Tesoro del Banco de España (neto)	— 0,9	— 2,8	1,6	5,0	3,9	— 0,9	2,1	1,5	0,3	6,3	— 13,6
Otros pasivos financieros	2,2	7,8	3,3	— 2,0	4,7	9,4	2,9	4,0	15,5	10,9	— 9,6
Variación neta en pasivos financieros	2,2	10,9	18,8	31,7	39,0	43,3	56,7	40,8	38,3	78,9	32,9
Capacidad de financiación	10,8	—	2,1	—	1,1	—	—	—	2,2	—	8,0

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas en bienes y servicios	2,1	2,9	3,1	3,1	4,5	4,6	4,9	3,8	4,9	5,9	7,6
En el interior	—	—	2,9	2,9	3,6	3,8	4,2	3,8	4,9	—	—
Directos al exterior	—	—	0,2	0,2	0,9	0,8	0,7	—	—	—	—
Sueldos y salarios	5,5	6,5	8,0	7,9	5,1	5,6	6,1	7,4	8,3	8,8	11,5
Intereses	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	0,8	0,5
Transferencias corrientes	1,1	2,6	2,4	3,2	2,6	2,6	3,1	3,3	4,2	3,6	4,3
A Administraciones públicas	—	0,1	0,3	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8	1,1	1,2
A otros sectores	1,1	2,5	2,1	2,4	1,8	2,0	2,2	2,5	3,3	2,5	3,0
Al exterior	—	—	—	—	—	—	0,2	0,1	0,1	—	0,1
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—	—0,1	—0,1	—0,1	—0,8	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1
Ahorro	0,4	0,6	0,4	1,2	—0,7	—0,8	—0,1	1,6	—0,7	—0,9	—3,1
TOTAL	9,4	12,9	14,3	16,0	11,2	12,4	14,5	16,2	17,2	18,1	20,8
Ingresos de la propiedad y de la empresa	0,5	0,5	0,3	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Impuestos indirectos	2,8	4,0	4,0	4,3	3,0	3,1	2,8	3,2	3,1	1,5	2,0
Impuestos directos	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	0,1
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	1,6	2,4	2,5	2,3	1,8	2,1	1,6	2,0	1,1	1,2	2,6
Transferencias corrientes	4,5	5,9	7,3	8,9	6,0	6,6	9,5	10,3	12,2	15,1	15,8
De las Administraciones públicas	4,0	4,9	6,3	7,3	4,5	4,4	6,9	6,7	8,5	10,4	10,6
De otros sectores	0,5	1,0	1,0	1,6	1,5	2,2	2,6	3,6	3,7	4,7	5,2
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(a) Los organismos autónomos administrativos son uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	2,7	3,7	5,5	6,1	5,8	7,0	8,3	8,4	10,3	12,9	18,2
Compras netas de terrenos	—	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	—	0,2	0,1
Transferencias de capital	0,8	—	0,3	0,6	0,5	0,9	0,3	0,3	0,5	0,5	1,1
A Administraciones públicas	0,6	—	0,1	0,3	0,3	0,5	—	—	—	—	0,1
A otros sectores	0,2	—	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	1,0
Capacidad de financiación	0,2	1,5	—	0,3	0,4	—	0,7	3,7	1,0	2,1	0,1
TOTAL	3,7	5,5	6,0	7,2	6,9	8,1	9,6	12,5	11,8	15,7	20,5
Ahorro	0,4	0,6	0,4	1,2	— 0,7	— 0,8	— 0,1	1,6	— 0,7	— 1,0	— 3,1
Transferencias de capital	3,3	4,9	4,9	6,0	7,5	8,6	9,7	11,0	12,5	16,7	23,5
De Administraciones públicas	3,3	4,9	4,9	6,0	7,5	8,6	9,7	11,0	12,5	16,7	23,5
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Necesidad de financiación	—	—	0,7	—	—	0,3	—	—	—	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	—	0,8	—	—0,1	0,4	0,6	1,7	1,3	1,2	4,5	4,0
Variación en otros depósitos	0,1	0,5	0,3	0,6	1,2	—1,2	0,8	2,1	1,8	—	—1,7
En Administraciones públicas	0,1	0,5	0,3	0,6	1,2	—1,2	0,8	2,1	1,8	—	—1,7
Adquisición de obligaciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Obligaciones de empresas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Adquisiciones de acciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	0,2	—0,1	0,6	0,1	0,1	0,2	—	0,1	—	—	—0,7
Préstamos concedidos a medio y largo plazo (neto)	0,2	—0,3	0,2	—	0,8	1,1	0,8	0,8	1,7	1,8	2,5
A Administraciones públicas	—	—	0,1	—	—	—	—	—	—	—	—
A otros sectores	0,2	—0,3	0,1	—	0,8	1,1	0,8	0,8	1,7	1,8	2,5
Otros activos financieros	—	—	—	1,3	—1,1	1,4	—0,2	1,5	—2,1	0,6	2,6
Variación neta en activos financieros	0,5	1,6	1,1	1,8	1,4	2,2	3,0	5,9	2,6	6,9	6,7
Necesidad de financiación	—	—	0,7	—	—	0,3	—	—	—	—	—
TOTAL	0,5	1,6	1,8	1,8	1,4	2,5	3,0	5,9	2,6	6,9	6,7
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	—	—	1,0	—	—	—	—	—	—0,1	—	—
Emisión de obligaciones (neto)	—	0,1	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—
De Deuda pública	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	—	—0,1	—0,1	0,2	—	—	—	—	—	—
De Administraciones públicas	—	—	—	0,1	0,2	—	—	—	—	—	—
De otros sectores	—	—	—0,1	—0,2	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	—0,3	—	0,9	1,6	0,8	0,6	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6
De Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—0,2	—	—	—	—
De otros sectores	—0,3	—	—0,9	1,6	0,8	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6
Otros pasivos financieros	0,6	—	—	—	—	1,8	1,7	1,2	0,4	3,4	5,0
Variación neta en pasivos financieros	0,3	0,1	1,8	1,5	1,0	2,5	2,3	2,2	1,6	4,8	6,6
Capacidad de financiación	0,2	1,5	—	0,3	0,4	—	0,7	3,7	1,0	2,1	0,1

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas en bienes y servicios	2,0	2,9	2,8	3,1	3,1	3,5	4,3	4,9	5,0	7,0	5,8
Sueldos y salarios	7,9	9,7	11,4	12,3	14,3	17,0	19,9	23,4	29,2	33,0	35,6
Intereses	0,9	1,0	1,3	1,3	1,1	1,5	1,4	1,7	1,9	2,2	2,6
Transferencias corrientes	0,4	1,0	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,5	2,2	2,3	2,7
A Administraciones públicas	—	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,9	0,9	1,0
A otros sectores	0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,9	1,1	1,3	1,4	1,7
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Subvenciones	—	—	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1	1,4	2,0	2,0
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	0,6	0,3	0,1	0,7	—0,2	—0,6	1,0	—0,4	—0,7	—0,7	—0,4
Ahorro	1,4	1,7	1,1	2,6	6,6	6,9	9,5	9,6	9,9	9,5	11,5
TOTAL	13,5	16,9	17,8	20,8	26,1	29,5	38,0	41,9	49,0	55,3	59,9
Ingresos de la propiedad de la empresa	1,5	1,7	0,9	1,0	2,4	2,2	2,1	2,7	3,2	3,8	4,1
Impuestos indirectos	4,2	1,7	1,8	2,1	2,9	3,6	4,5	5,6	7,3	8,1	9,4
Impuestos directos	7,5	8,9	9,8	9,2	8,5	8,1	9,0	7,7	9,4	11,3	11,8
Derechos obligatorios y nominales, multas y sanciones	0,1	0,3	0,7	0,7	1,0	0,7	2,7	3,5	2,1	1,7	2,4
Transferencias corrientes	0,2	4,3	4,6	7,8	11,4	14,8	19,7	22,4	27,1	30,4	32,2
De las Administraciones públicas	0,2	4,2	4,6	7,7	11,3	14,7	19,6	22,2	26,9	30,3	32,0
De otros sectores	—	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(a) Las Corporaciones locales son uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo.	4,5	5,2	6,5	7,6	8,4	8,4	9,2	15,0	13,4	17,3	21,8
Compras netas de terrenos	—0,8	—0,6	—1,2	—1,4	—0,8	—0,4	0,3	0,5	0,9	1,7	1,2
Transferencias de capital	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	0,1	—	0,1	—	0,1
A Administraciones públicas	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	0,1	—	0,1	—	0,1
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Capacidad de financiación	—	—	—	—	1,4	1,6	4,9	—	2,2	—	—
TOTAL	3,8	4,8	5,4	6,7	9,5	11,1	14,5	15,5	16,6	19,0	23,1
Ahorro	1,4	1,7	1,1	2,6	6,6	6,9	9,5	9,6	9,9	9,5	11,5
Impuestos sobre el capital	1,5	1,7	2,2	2,5	2,7	3,7	4,5	3,9	6,1	6,3	8,2
Transferencias de capital	0,8	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,7
De Administraciones públicas	0,8	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,7
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Necesidad de financiación	—	0,9	1,8	1,4	—	—	—	1,5	—	2,4	2,7

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)
Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	0,4	—0,8	0,3	0,1	2,0	2,7	4,9	5,1	1,8	3,5	3,8
Variación en otros depósitos	0,3	0,7	0,4	0,5	0,2	1,0	2,1	—1,9	0,1	1,1	0,9
En Administraciones públicas	0,3	0,7	0,4	0,5	0,2	4,0	2,1	—1,9	—	—	0,9
Adquisiciones de obligaciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1
Deuda pública	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1
Obligaciones de empresas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Adquisiciones de acciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—	—	—	—	—0,1	—	—	—	—	—	—
Préstamos concedidos a medio y largo plazo (neto)	—0,9	—0,1	—	—	—	—	—	—0,1	—0,2	—	—
Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
A otros sectores	—0,9	—0,1	—	—	—	—	—	—0,1	—0,2	—	—
Otros activos financieros	0,8	—	—	—	1,3	—0,5	—0,7	—	3,0	3,9	4,2
Variación neta en activos financieros	1,4	—0,1	0,7	0,6	3,4	3,2	6,4	3,2	4,7	8,5	9,0
Necesidad de financiación	—	0,9	1,8	1,4	—	—	—	1,5	—	2,4	2,7
TOTAL	1,4	0,7	2,5	2,0	3,4	3,2	6,4	4,7	4,7	10,9	11,7
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Emisión de obligaciones (neto)	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	0,2	0,3	—0,1	—0,3	—
Deuda pública	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	0,2	0,3	—0,1	—0,3	—
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	0,3	0,6	1,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,4
De Administraciones públicas	—	—	0,8	0,2	0,1	—	—	—	—	—	—
De otros sectores	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,4
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	1,2	0,2	1,4	1,4	1,5	1,1	0,6	3,9	1,8	3,7	4,3
De Administraciones públicas	—	—	0,1	—	—	—	0,1	—	0,2	0,3	0,3
De otros sectores	1,2	0,2	1,3	1,4	1,5	1,1	0,5	3,9	1,6	3,4	4,0
Otros pasivos financieros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,7	6,0
Variación neta en pasivos financieros	1,4	0,7	2,5	2,0	2,0	1,6	1,5	4,7	2,5	—	11,7
Capacidad de financiación	—	—	—	—	1,4	1,6	4,9	—	2,2	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas

Seguridad Social (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	4.0	5.1	5.8	8.7	10.1	15.1	20.4	23.6	32.4	40.9	61.5
Sueldos y salarios	5.5	7.7	8.7	9.1	10.9	13.7	15.1	18.0	21.3	26.2	32.6
Intereses	—	—	—	—	—	—	—	—	0.1	0.1	—
Prestaciones sociales	14.4	17.3	21.6	24.7	29.2	68.2	78.0	94.1	108.6	143.3	172.6
Subvenciones	—	—	—	—	—	—	0.7	—	—	—	—
Transferencias corrientes	0.2	0.4	0.4	0.3	0.7	2.5	0.8	0.9	1.0	0.2	0.4
A Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	0.1	0.1	0.6	0.2	0.2
A otros sectores	0.2	0.4	0.4	0.3	0.7	2.5	0.7	0.8	0.4	—	0.2
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—	0.2	—0.9	—0.3	0.2	3.5	0.9	3.0	0.1	1.6	—0.2
Ahorro	5.2	8.9	9.7	9.9	4.4	24.1	21.0	20.6	14.4	9.3	20.6
TOTAL	29.3	39.6	47.0	52.4	55.6	127.2	135.2	160.2	178.0	221.6	287.6
Ingresos de la propiedad y de la empresa (b)	1.4	1.7	2.3	2.4	2.7	3.1	3.4	4.3	5.2	7.4	8.3
Contribuciones a la Seguridad Social	27.3	35.1	43.5	48.9	51.9	120.3	128.2	147.4	163.7	201.1	262.5
De empresas	20.6	26.1	32.3	37.1	38.6	100.8	104.3	120.1	132.9	159.6	209.8
De familias	6.7	9.0	11.2	11.8	13.3	19.1	23.6	27.3	30.8	41.5	52.7
Del exterior	—	—	—	—	—	0.4	0.3	—	—	—	—
Transferencias corrientes	0.6	2.8	1.1	1.1	1.1	3.9	3.7	8.5	9.0	13.1	16.7
De Administraciones públicas	0.6	2.8	1.1	1.1	1.1	3.9	3.6	8.5	8.8	12.9	16.7
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	0.1	—	0.2	0.2	—

(a) La Seguridad Social es uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

(b) En 1971 se incluyen 2,1 en concepto de «Impuestos directos»; en 1972, 2,9 por igual concepto.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Seguridad Social (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	0,5	0,2	1,4	2,1	2,3	2,0	1,9	2,4	5,6	6,2	7,4
Compras netas de terrenos	—	—	—	—	—	—	—	0,2	—	—	0,4
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	6,6	6,6	0,6	—
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	6,6	6,5	0,6	—
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—
Capacidad de financiación	4,7	8,7	8,3	7,8	2,1	22,1	19,2	11,8	2,6	2,5	12,7
TOTAL	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	21,1	14,8	9,3	20,6
Ahorro	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	20,6	14,4	9,3	20,6
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—	—
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—	—
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	0,4	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones Públicas.

Administraciones públicas

Seguridad Social (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	2,9	4,9	2,5	3,3	— 2,8	19,7	11,1	9,6	4,0	4,1	6,4
Variación en otros depósitos	—	—	0,2	—	—	1,4	— 0,4	— 0,1	0,3	— 0,3	4,5
A Administraciones públicas	—	—	0,2	—	—	1,4	— 0,4	— 0,1	—	—	4,5
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	0,3	— 0,3	—
Adquisición de obligaciones (neto)	1,5	4,5	5,7	4,4	4,1	0,1	5,7	4,2	— 0,7	— 1,6	— 3,4
Deuda pública	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	— 0,1	— 1,9	— 1,0	— 0,9	—
De obligaciones de empresas	1,4	4,2	5,4	4,1	3,8	—	5,8	6,1	0,8	— 0,7	— 3,4
Adquisición de acciones (neto)	—	— 0,5	—	—	—	—	0,1	0,2	0,3	0,6	1,8
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—
Préstamos concedidos a largo plazo (neto)	0,3	0,1	0,2	0,6	0,9	0,9	2,0	1,3	1,2	1,0	1,0
Otros activos financieros	—	—	—	—	—	—	0,3	6,5	— 3,6	— 0,7	2,5
Variación neta en activos financieros	4,7	9,0	8,3	8,3	2,1	22,1	18,9	21,7	2,5	3,1	12,7
Necesidad de financiación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
TOTAL	4,7	9,0	8,3	8,3	2,1	22,1	18,9	21,7	2,5	3,1	12,7
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	0,3	—	0,5	0,1	—	—	—	—	—	—
De Administraciones públicas	—	0,3	—	0,5	—	—	—	—	—	—	—
De otros sectores	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—	—	—
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
De Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	— 0,2	—	—	—	—
Otros pasivos financieros	—	—	—	—	—	—	—	8,9	— 0,1	0,6	—
Variación neta en pasivos financieros	—	0,3	—	0,5	0,1	—	— 0,2	8,9	— 0,1	0,6	—
Capacidad de financiación	4,7	8,7	8,3	7,8	2,1	22,1	19,2	11,8	2,6	2,5	12,7

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Empresas públicas

Clasificación por sectores

Miles de millones de pesetas

	Cuenta de producción				Cuenta de ingresos y gastos				Cuenta de capital				Cuenta financiera			
	1966	1967	1968	1969	1966	1967	1968	1969	1966	1967	1968	1969	1966	1967	1968	1969
Agricultura, silvicultura y pesca	0,3	0,3	0,3	0,3	—	0,1	—	0,1	1,2	1,2	1,3	1,4	0,1	0,1	0,1	—
Industrias extractivas	3,4	4,2	6,7	8,3	1,2	0,1	0,1	1,0	1,5	1,0	3,4	4,3	1,3	2,1	4,2	11,4
Industrias manufactureras	78,0	76,8	80,2	92,7	4,9	3,5	5,1	6,8	17,2	15,7	13,7	16,0	15,3	16,2	10,0	12,8
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	19,4	23,3	21,8	25,5	0,1	0,7	0,3	0,7	0,6	2,9	0,8	0,4	1,9	5,9	—	0,7
Textiles	0,5	0,7	0,8	0,9	—	—	0,1	—	0,3	0,3	0,2	0,1	0,6	0,3	0,3	0,1
Papel, impresión y edición	3,2	2,8	3,1	3,0	0,2	0,2	0,5	0,7	1,5	0,2	0,3	0,4	1,5	0,1	0,2	0,1
Químicas y conexas	18,7	21,2	24,4	25,6	1,6	1,8	1,9	2,2	4,5	2,8	4,0	5,7	2,3	1,8	1,5	2,5
Metálicas básicas	10,2	13,0	12,3	17,2	0,9	1,4	1,2	2,2	6,3	9,7	7,2	7,1	5,4	8,0	5,8	5,7
Metalúrgica de transformación	1,4	1,5	1,7	1,8	—	0,1	0,3	0,2	—	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3
Material de transporte	24,0	13,8	15,5	18,2	1,8	0,6	0,8	0,8	3,8	0,3	3,0	3,1	3,3	1,0	2,7	5,3
Otras manufacturas	0,4	0,5	0,6	0,6	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	—	0,1
Agua, gas y electricidad	7,9	11,7	11,6	12,2	2,8	0,3	3,6	3,6	7,4	6,6	5,5	5,7	4,6	6,6	2,8	3,0
Electricidad, gas y vapor	6,2	9,8	8,6	9,1	2,2	2,5	2,2	2,3	5,1	4,4	2,8	3,3	4,5	5,0	1,6	2,0
Distribución agua	1,7	1,9	3,0	3,1	0,6	0,7	1,4	1,3	2,3	2,2	2,7	2,4	0,1	1,6	1,1	1,0
Construcción	3,3	2,2	1,8	2,0	0,4	0,2	0,1	—	0,7	0,9	1,0	1,1	0,4	0,1	0,1	0,7
Vivienda	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Urbanismos	0,7	0,1	0,2	0,2	—	0,1	0,1	—	0,6	0,5	0,9	1,0	0,2	—	0,5	0,4
Obras Públicas	2,6	2,0	1,6	1,8	0,4	0,1	—	—	0,1	0,5	0,1	—	0,2	0,1	0,6	0,3
Transportes y comunicaciones	46,7	47,4	54,6	62,4	3,7	6,1	8,5	9,9	23,3	27,1	30,0	31,5	10,7	22,2	18,9	19,9
Transportes marítimos	3,0	3,2	3,2	3,6	0,5	0,8	0,9	1,2	2,6	3,7	2,7	2,8	0,5	1,3	0,2	0,7
Transportes ferroviarios	16,0	17,0	17,3	18,0	0,7	0,7	0,5	0,1	8,4	8,4	8,2	7,2	4,4	4,3	2,2	2,3
Transportes aéreos	8,1	8,4	12,9	16,6	0,8	0,8	1,6	2,3	1,0	4,3	6,9	6,0	0,8	3,8	6,0	4,2
Otros transportes	1,9	3,5	3,8	3,8	0,2	0,7	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6	—	1,4	1,4	1,1	0,2
Comunicaciones	17,7	15,4	17,4	20,3	1,8	4,5	6,1	6,9	11,0	11,1	11,9	16,6	13,7	12,7	12,0	13,6
Comercio	15,2	19,6	23,0	22,2	0,7	1,3	6,3	7,2	4,7	10,9	4,8	10,5	9,7	9,8	12,3	30,6
Servicios	2,8	3,5	3,9	3,5	0,4	0,5	0,5	0,1	11,3	10,6	8,8	11,9	2,0	2,0	3,1	3,6
Alquiler de viviendas	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,1	10,9	10,1	8,7	11,9	1,6	1,7	2,9	3,0
Otros servicios	2,4	2,9	3,3	3,0	—	0,1	0,1	—	0,4	0,4	0,2	—	0,5	0,2	0,3	0,6
TOTAL	157,6	165,8	182,0	203,6	14,0	14,6	21,4	26,6	67,2	74,0	67,0	78,5	44,2	59,1	50,8	78,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Empresas Públicas.

Empresas Públicas (a)

Cuenta de producción

Miles de millones de pesetas

	1966	1967	1968	1969		1966	1967	1968	1969
Consumo Intermedio	84,0	85,5	86,8	98,3	Producción típica	146,6	159,8	174,9	195,0
Sueldos y salarios	38,3	42,3	47,5	53,0	Producción atípica	11,0	6,0	7,1	8,6
Impuestos indirectos	21,7	23,9	27,9	31,3					
Menos subvenciones	— 8,2 —	8,3 —	11,0 —	16,7					
Consumo de capital fijo	9,6	10,3	12,7	15,7					
Excedentes de explotación	12,1	11,9	18,1	22,2					
TOTAL	157,6	165,8	182,0	203,6	PRODUCCIÓN BRUTA	157,6	165,8	182,0	203,6

Cuenta de Ingresos y Gastos

	1966	1967	1968	1969		1966	1967	1968	1969
Rentas de la propiedad	11,6	13,4	15,5	18,2	Excedentes de explotación	12,1	12,0	18,1	22,2
Primas netas de Seguridad Social	0,5	0,5	0,8	0,8	Rentas de la propiedad	1,8	2,7	3,2	3,8
Impuestos Directos	0	1,6	1,7	1,9	Indemnización de Seguros de accidentes	0,1	—	0,1	0,6
Multas y sanciones	—	—	—	—					
Transferencias corrientes	0,3	0,4	—	4,1					
A Administraciones Públicas	0,2	0,2	—	0,5					
A otras empresas Públicas	—	—	—	3,6					
A otros sectores	0,1	0,2	—	—					
Al exterior	—	—	—	—					
Diferencias entre ingresos y pagos no clasificados	—	0,3	0,6	0,7					
Ahorro	0,7	—1,7	2,8	0,9					
GASTOS	14,0	14,6	21,4	26,6	INGRESOS	14,0	14,6	21,4	26,6

(a) Incluye Servicios Comerciales del Estado, Organismos Autónomos industriales y comerciales, empresas controladas por el Estado (cuasi-sociedades, sociedades con participación mayoritaria del Estado y empresas privadas controladas por el Estado), sociedades controladas por el I. N. I., Servicios industriales y Comerciales de las Corporaciones Locales y empresas controladas por las Corporaciones Locales. Al ser una cuenta consolidada, sus cifras no coinciden con la suma acumulada de sus distintos componentes.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Empresas Públicas.

Empresas públicas (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1966	1967	1968	1969		1966	1967	1968	1969
Variación de existencias	11,3	11,2	2,1	8,6	Ahorro	0,7	— 1,7	2,8	0,9
Formación bruta de capital fijo	51,3	56,4	62,6	65,5	Consumo de capital fijo	9,6	10,3	12,7	15,7
Compras netas de terrenos	0,5	3,8	0,9	1,0	Enajenación de capital fijo	0,7	4,8	7	1,7
Compras netas de activos intangibles	—	0,1	0,4	—	Transferencias de capital	17,7	14,3	19,1	22,5
Transferencias de capital	4,0	2,5	,9	3,4	Necesidad de financiación	38,5	46,2	32,7	37,8
Capacidad de financiación	—	—	—	—					
Inversión bruta mas transferencias de capital fijo	67,2	74,0	67,9	78,5	Financiación de la inversión bruta ..	67,2	74,0	67,9	78,5

Cuenta financiera

Variación de caja y depósitos transferibles	3,0	2,5	2,0	2,8	Emisión de obligaciones (neto)	5,0	5,7	4,4	6,2
Moneda extranjera	—	—	0,1	—	Emisión de acciones	5,2	6,3	7,6	11,4
Moneda nacional	—	2,5	1,9	2,8	Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	4,6	0,4	0,3	— 0,9
Variación en otros depósitos	0,1	1,1	3,3	0,8	Préstamos recibidos a medio y largo plazo (neto)	10,0	34,1	24,2	55,8
Adquisición de obligaciones (neto)	— 1,1	0,1	—	0,1	Aportación neta de los propietarios	2,3	1,5	0,8	7,6
Deuda Pública	—	—	—	—	Créditos comerciales y anticipos ..	16,4	4,4	3,1	1,3
Obligaciones	—	0,1	—	0,1	Otros créditos financieros	0,8	6,8	10,4	— 3,0
Adquisición de acciones (neto)	1,8	0,3	1,1	1,2					
Préstamos concedidos a corto plazo	0,2	1,7	2,2	— 3,6	Variación neta de pasivos financieros	44,2	59,1	50,8	78,3
Préstamos concedidos a medio y largo plazo ..	— 1,1	0,6	— 1,4	20,0	Capacidad de financiación	—	—	—	—
Créditos comerciales y anticipos	6,3	3,1	2,7	12,4					
Otros activos financieros	— 3,5	3,3	8,2	6,8	Total	44,2	59,1	50,8	78,3
Variación neta de activos financieros	5,7	12,9	18,1	40,5					
Necesidad de financiación	38,5	46,2	32,7	37,8					
TOTAL	44,2	59,1	50,8	78,3					

(a) Incluye Servicios Comerciales del Estado, Organismos Autónomos industriales y comerciales, empresas controladas por el Estado (cuasi-sociedades, sociedades con participación mayoritaria del Estado y empresas privadas controladas por el Estado), sociedades controladas por el I.N.I., servicios industriales y comerciales de las Corporaciones Locales y empresas controladas por las Corporaciones Locales.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Empresas Públicas.

Reservas internacionales

Millones de dólares

	Reservas a 31 diciembre 1973	V A R I A C I O N											
		1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Oro.....	602	130	127	42	194	— 24	—	—	—	—286	»	43	61
2. Divisas convertibles.....	5.765	17	—45	265	—330	—154	13	41	134	689	1.321	1.658	1.627
3. Posición Banca delegada.....	124	—5	4	7	10	— 16	1	8	— 2	44	32	43	43
4. Posición de reserva en F. M. I..	125	15	16	52	35	25	—166	—	—	45	59	9	12
5. Derechos especiales de giro ..	155	—	—	—	—	—	—	—	—	44	43	53	15
6. Total activos exteriores (1 a 5)	6.771	157	102	366	— 91	—169	—152	49	132	536	1.392	1.806	1.756
7. Pasivos exteriores.....	4	—	—	—	13	36	5	3	394	—362	—70	— 8	—5
8. Reservas oficiales netas (6-7)	6.767	157	102	366	—104	—205	—157	46	—262	898	1.462	1.814	1.761
9. Divisas no convertibles.....	32	16	—11	—16	— 8	22	32	15	— 3	8	—21	—40	31
10. Total reservas (8+9).....	6.799	173	91	350	—112	—183	—125	61	—265	906	1.441	1.774	1.792
11. Otras operaciones (a).....	—	51	55	13	12	8	—	—	—	—	—	—	—
12. Variación reservas B. de P. (10+11).....	6.799	224	146	363	—100	—175	—125	61	—265	906	1.441	1.774	1.792

(a) Variación de saldos en pesetas en poder del Gobierno de Estados Unidos, A. M. E. y otras partidas.

Balanza de pagos

Millones de pesetas

CONCEPTO	1971			1972			1973		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
I. Balanza comercial	208.488	320.418	-111.930	252.748	402.093	-149.345	313.481	519.205	-205.724
II. Balanza de servicios	208.096	89.950	118.146	240.562	110.241	130.321	300.514	144.529	155.985
Fletes y seguros en transportes de mercancías, pasajes y otros transportes	34.230	32.137	2.093	38.829	39.398	-569	44.084	47.244	-3.160
Turismo y viajes	143.815	12.348	131.467	160.851	17.031	143.820	189.523	22.520	167.003
Rentas de inversión	7.581	17.983	-10.402	10.593	21.924	-11.331	19.917	24.872	-4.955
Transacciones gubernamentales	4.914	4.865	49	5.769	5.396	373	4.056	7.736	-3.680
Asistencia técnica y royalties	1.183	10.850	-9.667	1.332	12.808	-11.476	1.678	15.201	-13.523
Otros servicios	16.373	11.667	4.606	23.188	13.684	9.504	41.256	26.956	14.300
TOTAL BIENES Y SERVICIOS (I+II)	416.584	410.368	6.216	493.310	512.334	-19.024	613.995	663.734	-49.739
III. Transferencias	56.602	2.891	53.711	61.340	5.500	55.840	89.607	7.561	82.046
Privadas	56.602	2.569	54.033	61.338	4.910	56.428	89.557	7.068	82.489
Públicas	—	322	-322	2	590	-588	50	493	-443
TOTAL OPERACIONES CORRIENTES (I+II+III)	473.186	413.259	59.927	554.650	517.834	36.816	703.602	671.295	32.307
IV. Capital a largo plazo	94.451	59.528	34.923	115.240	55.177	60.063	135.971	91.417	44.554
A. Capital privado	91.623	49.511	42.112	109.060	48.826	60.234	132.424	85.240	47.184
Inversiones de extranjeros en España	86.583	36.113	50.470	102.609	33.672	68.937	123.385	63.742	59.643
Inversiones directas	16.884	2.785	14.098	20.175	2.414	17.761	28.254	4.750	23.504
Inversiones en cartera	4.403	2.625	1.778	9.569	7.327	2.242	15.976	8.589	7.387
Inversiones en inmuebles	18.403	126	18.277	25.880	421	25.459	34.502	332	34.170
Créditos comerciales de importación	12.075	10.360	1.715	6.709	—	6.709	8.093	6.941	1.152
Préstamos Eximbank y D. L. F.	3.416	3.521	-105	4.230	3.536	-694	5.335	2.680	2.655
Préstamos a empresas	31.402	16.695	14.707	36.046	19.974	16.072	31.225	40.450	-9.225
Inversiones españolas en el extranjero	5.040	13.398	-8.358	6.451	15.154	-8.703	9.039	21.498	-12.459
B. Capital público	2.828	10.017	-7.189	6.180	6.351	-171	3.547	6.177	-2.630
BALANZA BASICA (I+II+III+IV)	567.637	472.787	94.850	669.890	573.011	96.879	839.573	762.712	76.861
V. Errores y omisiones	—	6.839	-6.839	2.341	—	2.341	2.033	—	2.033
VI. Capital a corto plazo .....	...	...	...	2.551	5.562	-3.011	11.501	—	11.501
Operaciones de la banca según circular 242 .....	...	...	...	2.551	—	2.551	9.937	—	9.937
Otro capital a corto plazo .....	...	...	...	—	5.562	-5.562	1.564	—	1.564
VII. Variación saldo cuentas en pesetas convertibles	9.940	—	9.940	5.327	—	5.327	—	18.455	-18.455
VIII. Contrapartida D. E. G.	2.961	—	2.961	2.931	—	2.931	—	—	—
IX. Diferencias de valoración	—	—	—	—	8.050	-8.050	—	153	-153
X. Variación de reservas	—	100.912	-100.912	—	96.417	-96.417	—	71.787	-71.787

Economía internacional: Principales medidas de política monetaria adoptadas desde enero de 1973 sobre cambios y movimientos de capital

1973	
Enero.	<p>Alemania: Restricciones sobre la compra de valores alemanes por las sucursales de bancos extranjeros.</p> <p>Francia: Las empresas francesas están autorizadas a obtener créditos en el exterior, siempre que se utilicen para financiar proyectos en el extranjero.</p> <p>— Se reduce del 10 por 100 al 7 por 100 el coeficiente de efectos a plazo medio que han de mantener los bancos.</p> <p>Italia: Se reducen sustancialmente los plazos para el pago adelantado de importaciones y el cobro diferido de exportaciones.</p> <p>— Se establece un doble mercado de cambios, en que las operaciones por cuenta corriente se liquidarán a un cambio intervenido, mientras las operaciones financieras lo serán a un cambio libre.</p> <p>Japón: Elevación del coeficiente de reservas obligatorias de los bancos.</p> <p>Suiza: Medidas anti-inflacionistas orientadas a controlar el crecimiento del crédito y la liquidez bancarios.</p> <p>— El Banco Nacional suspende su intervención en el mercado de cambios</p> <p>— Se restablece la obligación para los bancos de equilibrar su posición diaria de activos y pasivos en moneda extranjera.</p>
Febrero.	<p>Alemania: Nuevas restricciones a las entradas de capital mediante la exigencia de autorización previa para las compras de valores alemanes por extranjeros, los préstamos exteriores superiores a 50.000 marcos y las inversiones de no residentes superiores a 500.000 marcos. Se decide también elevar el depósito obligatorio sobre préstamos exteriores del 50 al 100 por 100.</p> <p>— Los bancos solo podrán utilizar hasta el 60 por 100 de sus líneas de redescuento.</p> <p>Bélgica: Se elevan los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos, con especial referencia a las posiciones en el mercado de cambios.</p> <p>Estados Unidos: Junto con la devaluación del dólar, se anuncian medidas para levantar los obstáculos a los movimientos de capitales.</p> <p>Italia: Las operaciones en billetes extranjeros habrán de efectuarse en el mercado financiero.</p> <p>— Nuevo endurecimiento de la obligación de ceder a las autoridades la moneda extranjera o abonarla en cuenta extranjera.</p>
Marzo.	<p>Alemania: Revaluación del marco en un 3 por 100.</p> <p>Bélgica: Tipo de interés negativo sobre las cuentas bancarias de no residentes.</p> <p>Francia: Mayores restricciones sobre las cuentas bancarias de no residentes, prohibiendo el pago de intereses, su utilización para la compra de obligaciones a corto plazo e imponiendo un coeficiente del 100 por 100 sobre sus incrementos.</p> <p>— Posterior reforzamiento de las anteriores medidas.</p> <p>Gran Bretaña: Se establece un sistema diferente de depósitos obligatorios respecto de los pasivos interiores y exteriores de los bancos.</p> <p>— Se restablece la garantía de cambio sobre los créditos obtenidos en el exterior por organismos y empresas públicas.</p> <p>Italia: Renovación de acuerdos «swaps» mediante los que el banco central obtiene dólares contra liras de los bancos comerciales.</p> <p>Países Bajos: Interés negativo sobre cuentas bancarias de no residentes.</p> <p>— Depósito obligatorio del 50 por 100 del incremento de los depósitos de no residentes.</p> <p>Suiza: Se intensifican las medidas restrictivas sobre cuentas de no residentes.</p> <p>— Limitación al 35 por 100 de las emisiones de obligaciones que pueden comprar los extranjeros.</p> <p>Varios países: El día 2 cierran los mercados de cambios de los principales países.</p> <p>— Los miembros de la C. E. E., a excepción de Gran Bretaña, Irlanda e Italia, establecen una banda de 2,25 por 100 de fluctuación entre sus respectivas monedas. Posteriormente, Suecia y Noruega se adhieren a este acuerdo.</p> <p>— Los días 19 y 20 vuelven a abrirse los mercados de cambios.</p>
Abril.	<p>Estados Unidos: Se extiende la vigencia del impuesto de igualación de intereses hasta junio 1974.</p> <p>Japón: Dentro de un programa anti-inflacionista, se liberalizan las importaciones.</p> <p>Países Bajos: Se incrementa al 80 por 100 el depósito obligatorio sobre depósitos de no residentes.</p>

Abril.	<p>Suiza: Se reduce la cuantía máxima, de 1 millón a 0,5 millones de francos, por la que pueden endeudarse en el exterior los particulares y empresas.</p> <p>Varios países: Se establece el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria con sede en Luxemburgo.</p>
Mayo.	<p>Estados Unidos: Se levanta el techo de la Regulación Q limitando el interés sobre certificados de depósito y se liberaliza la obtención de fondos en el mercado del eurodólar por los bancos.</p> <p>Japón: Se liberaliza la inversión directa extranjera en empresas japonesas.</p> <p>— Se liberaliza el sistema de inversiones japonesas en el extranjero.</p> <p>Países Bajos: Se suprime el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p>
Junio.	<p>Alemania: La compra de títulos a residentes por no residentes necesita previa autorización.</p> <p>— Se incrementan los pasivos extranjeros sujetos a reservas obligatorias.</p> <p>— Revaluación del marco en un 5,5 por 100.</p> <p>— La obtención de créditos exteriores por exportadores exentos de autorización previa cuando dichos créditos están denominados en moneda extranjera.</p> <p>Bélgica: Extensión hasta septiembre del acuerdo congelando fondos en depósitos obligatorios en el banco central.</p> <p>Italia: Se extiende la vigencia de acuerdos «swaps» entre el banco central y los bancos comerciales.</p> <p>— Se anuncia la puesta en práctica de créditos mutuos con otros bancos centrales y el lanzamiento de empréstitos en los mercados financieros internacionales por parte de empresas públicas.</p> <p>— Francia y Alemania amplían sus facilidades de crédito a Italia en el marco del sistema de apoyo de la C. E. E.</p> <p>Varios países: Los principales países exportadores de petróleo elevan en un 11,9 por 100 el precio en dólares del petróleo para compensar la devaluación de aquella moneda.</p>
Julio.	<p>Alemania: Se intensifican las restricciones de la compra de valores por no residentes.</p> <p>Estados Unidos: La Reserva Federal anuncia que se han ampliado en 6.250 millones de dólares sus acuerdos «swaps» con otros bancos centrales de 14 países.</p> <p>Francia: Incremento del coeficiente de reservas sobre depósitos tanto de residentes como de no residentes.</p> <p>Italia: Se anuncian una serie de préstamos a entidades del sector público obtenidos en el exterior por un valor de 2.050 millones de dólares.</p> <p>— Se anuncia la concesión por parte de Suiza de una línea de crédito de 250 millones de dólares, con lo que el total disponible en Europa se eleva a 3.050 millones de dólares.</p> <p>— Se toman medidas para limitar las salidas de capitales: en relación a la colocación de fondos en el exterior y al pago de importaciones, a la posición de la banca en divisas y a las operaciones de los cambistas.</p> <p>Suiza: Se atenúa el impacto del interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p>
Agosto.	<p>Francia: Liberalización del control de pagos al exterior.</p>
Septiembre.	<p>Bélgica: Se suspende, con efecto retroactivo desde agosto, el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p> <p>— Tras la revaluación del florín, se introduce de nuevo el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p> <p>Francia: Las autoridades piden a los bancos que no concedan créditos en francos a extranjeros, no hagan operaciones que supongan la adquisición de activos en francos por aquéllos. Estas medidas fueron suspendidas a los ocho días.</p> <p>Países Bajos: El florín es revaluado en un 5 por 100.</p>
Octubre.	<p>Bélgica: Se extiende la aplicación de las medidas restrictivas sobre cuentas en francos B. convertibles.</p> <p>Francia: Se levantan las restricciones cambiarias introducidas en marzo: reservas del 100 por 100 sobre incremento de cuentas extranjeras, prohibición de remunerar los depósitos en francos de no residentes y de colocaciones en el mercado monetario.</p>

Octubre.	<p>Reino Unido: Se atenúan las restricciones a los créditos obtenidos en el exterior por residentes particulares.</p> <p>Varios países: Los países productores de petróleo del Golfo Pérsico elevan los precios del crudo unilateralmente un 70 por 100. Otros países productores anuncian también elevaciones de precios. Los países árabes reducen su producción en un 5 por 100 al mes.</p>
Noviembre.	<p>Japón: El Banco de Japón baja el nivel de su intervención en apoyo del yen a 270 yen/dólar y posteriormente a 275 yen/dólar.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se atenúan las restricciones a las entradas de capitales mediante la compra de acciones y de obligaciones. — El Banco de Japón baja su nivel de intervención a 280 yen/dólar. Se somete a autorización la adquisición por residentes de valores americanos. Se facilita también la utilización de créditos exteriores por empresas japonesas. <p>Suiza: Con el fin de absorber liquidez se endurecen los coeficientes de reservas sobre cuentas de no residentes. También se restringen las condiciones de emisiones extranjeras.</p> <p>Varios países: Los gobernadores de 7 países deciden rescindir el acuerdo de marzo de 1968 estableciendo la no intervención de los bancos centrales en el mercado libre del oro.</p>
Diciembre.	<p>Alemania: Se atenúa la aplicación del depósito obligatorio en efectivo («Bardepot») sobre créditos obtenidos en el exterior.</p> <p>Bélgica: Se suspende el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p> <p>Estados Unidos: Medidas de liberalización de salidas de capitales.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se reduce el impuesto de igualación de intereses. — Se eleva el mínimo exento de reglamentación para inversiones directas en el extranjero de 10 a 20 millones de dólares. — Se facilita la amortización de créditos y la reinversión de beneficios a las empresas con filiales en el extranjero. — Se incrementan los límites de los créditos al exterior que pueden conceder los bancos comerciales. — Se permite a los bancos conceder créditos a más de un año a países industrializados de Europa occidental. <p>Japón: Se reduce el coeficiente de reservas sobre depósitos en yens convertibles de no residentes.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se reducen las restricciones a las entradas netas de fondos en lo que respecta a la emisión de empréstitos en el exterior y a la posición exterior de los bancos.

Principales medidas de política monetaria adoptadas
en el período enero 1973 - mayo 1974 (a)

1973	
Febrero.	<p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se reduce el coeficiente de fondos públicos del 45 al 40 por 100 y se unifican en el 30 por ciento los distintos porcentajes correspondientes a los créditos especiales, que anteriormente sumaban el 35 por 100. La acomodación a la nueva estructura debe realizarse por tercios en los años 1973 a 1975. (O. M. 31-I-73.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se reduce el coeficiente de inversión de los bancos comerciales y mixtos, salvo el del Banco Exterior, del 22 al 21 por 100 de sus recursos ajenos, y el porcentaje de fondos públicos, del 15 al 14 por 100. (O. M. 31-I-73.)</p> <p>PESETAS CONVERTIBLES: Se obliga a la banca y cajas de ahorro a constituir depósitos especiales en efectivo y sin interés en el Banco de España, equivalentes al incremento que experimenten día a día, a partir del 6 de febrero de 1973, cada una de las cuentas de depósito en pesetas convertibles, cualesquiera sean sus modalidades y plazos, excepto las de ahorro del emigrante, no pudiendo satisfacerse intereses sobre estos aumentos. Los depósitos a plazo vigentes se consideran cancelados a su vencimiento computándose sus prórrogas como nuevos incrementos. (O. M. 6-II-73.)</p> <p>PARIDAD MONETARIA: Se decide, ante la devaluación del dólar por Estados Unidos en un 10 por 100 (de 0.818513 a 0.736662 gramos de oro fino por dólar), mantener la paridad de la peseta respecto al oro, resultando un nuevo cambio central de 58,0263 pesetas por dólar, es decir, una revaluación del 11,11 por 100 frente al dólar. Se mantienen también las bandas de fluctuación del 2,25 sobre el tipo central admitidas en los acuerdos de Washington. Al propio tiempo se instrumenta un mecanismo para compensar las pérdidas y ganancias individuales que, como consecuencia del cambio de valor del dólar, resultaran en los ingresos y pagos por operaciones en curso de comercio exterior. (Acuerdo del Consejo de Ministros 16-II-73 y D. L. y Ordenes Ministeriales 19-II-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del I. E. M. E. primeramente el día 20, de 63,458/618 a 59/16, y más tarde, el día 23, a 58,02/18 pesetas por dólar, con lo que la media de estos últimos se sitúa un 0,127 por 100 por encima del nuevo cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía el día 26 de 16 a 30 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 0,28 por 100 del cambio central al 0,52 por 100. (Acuerdos del I. E. M. E. 20, 23 y 26-II-73.)</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se emiten 6.000 millones de pesetas en títulos al portador, a tres meses de plazo y tipo de interés del 5 por 100, destinados exclusivamente a intermediarios financieros. Gozan de exención de impuestos sobre rentas de capital y transmisiones patrimoniales, pueden negociarse sin intervención de fedatario público, pero no son pignorable ni computables dentro del coeficiente de fondos públicos o de las reservas obligatorias. El producto de los bonos se ingresa en una cuenta del Tesoro abierta en el Banco de España, a cuyo cargo solo puede satisfacerse el reembolso de los títulos. (O. M. 25-I-73.)</p>
Marzo.	<p>COEFICIENTE DE CAJA: Se obliga a los bancos comerciales e industriales y a las cajas de ahorro a mantener diariamente el nivel de reservas exigido, a diferencia de la situación anterior, en que solo la media aritmética de los coeficientes mantenidos los días 6, 12, 18, 24 y último de mes debía alcanzar el mínimo legal. (O. M. 1-III-73 y Circulares núms. 4 y 75 del Banco de España, 5-III-73.)</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se emiten 4.000 millones, encomendándose al Banco de España su colocación en el mercado secundario. De hecho, el nuevo sistema supone emisiones continuas de bonos por el Banco de España a través de subastas diarias a tipo libre de interés, en sustitución de las anteriores emisiones periódicas realizadas por el Tesoro. Comienza a funcionar un mercado en el que interviene el Banco de España no solo vendiendo bonos, sino también comprándolos a tipo de interés variable. (O. M. 3-III-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se cierra el mercado de divisas el día 2, volviéndose a abrir el 20. (Acuerdos del I. E. M. E. 2 y 20-III-73.)</p>

Marzo.	<p>MONEDA EXTRANJERA: Se amplía, a partir del 15 de marzo de 1973, de seis a doce meses el período máximo que puede cubrirse con las operaciones del mercado de divisas a plazo. (Telegrama circular del I. E. M. E. a la banca delegada de 13-III-73.)</p> <p>PESETAS CONVERTIBLES: Se introduce una nueva reglamentación sobre las cuentas extranjeras en pesetas y los depósitos en el Banco de España. Se establece una distinción entre «cuentas extranjeras para pagos en España» (cuentas A), que solo pueden destinarse a satisfacer obligaciones de pago ante residentes, siendo intransferibles al exterior, y «cuentas extranjeras en pesetas convertibles» (cuentas B), entre las que se incluyen los antiguos depósitos en pesetas convertibles, que pueden utilizarse para efectuar pagos en España o para convertir en divisas, pero solo se acrecientan por cobros en pesetas, generados dentro del país, que tengan derecho a transferirse al exterior. Se permite la comunicación de las cuentas en el sentido B-A, pero no en la dirección A-B. Los bancos y cajas de ahorro siguen obligados a constituir depósitos en efectivo en el Banco de España, sin interés, equivalentes al 100 por 100 de los saldos de las cuentas A y sobre los incrementos de las cuentas B, por encima de una cantidad fija exenta. El cálculo de los aumentos se realiza día a día y de manera global para el conjunto de saldos de cada grupo de cuentas, sin que quepa compensación entre los diferentes grupos. Se mantienen vigentes las prohibiciones sobre pago de intereses. (O. M. 16-III-73.)</p>
Abril.	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se reducen los límites en 5.053 millones, fijándose en 10.351 millones. (Acuerdo del Banco de España.)</p>
Julio.	<p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos por razones estacionales, a corto plazo, a la banca, por un importe de 11.250 millones. (Acuerdo del Banco de España 25-IV-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del I.E.M.E. en el mercado de divisas de 58,02/32 a 56,73/57,33 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,72 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios se amplía de 30 a 60 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 0,52 por 100 del cambio central al 1,03 por 100. (Acuerdo del I. E. M. E. 19-VII-73.)</p> <p>TIPOS DE INTERES DEL BANCO DE ESPAÑA, BANCA, CAJAS DE AHORRO Y COOPERATIVAS DE CREDITO: Se eleva en 1 por 100, al 6 por 100, el tipo básico del Banco de España, afectando a todos los tipos, excepto los depósitos a la vista, que aumentan del 0,5 al 0,75 por 100; los de ahorro, que se elevan del 2 al 2,5 por 100, y los depósitos a más de dos años, que se fijan en el 6 por 100. Cesa la libertad de tipos de interés aplicables por la banca industrial a los depósitos a más de dos años, quedando equiparada, a estos efectos, con el resto de la banca, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, las cuales anteriormente solo podían captar esta clase de depósitos al tipo máximo fijado para las imposiciones a un año. (O. M. 26-VII-73.)</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LAS CAJAS DE AHORRO: Se elevan en 1 por 100 los de las operaciones activas con regulación especial. (O. M. 26-VII-73.)</p>
Agosto.	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta de 10.000 a 20.000 millones el límite máximo de bonos en circulación, autorizándose la emisión de títulos a uno y dos meses de plazo y tipos de interés nominales del 4 y 4,5 respectivamente, pagaderos en el momento de su reembolso. (O. M. 16-VII-73.)</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se acorta el plazo para la acomodación de las cajas a los coeficientes establecidos por O. M. de 31 de enero de 1973, limitándolo a dos períodos iguales correspondientes a 1973 y 1974. (O. M. 3-VIII-73.)</p>
Septiembre.	<p>TIPOS DE INTERES DEL CREDITO OFICIAL: Se elevan en 1 por 100 los de las operaciones inferiores al 5,5 por 100 y en 0,5 por 100 los restantes. Excepcionalmente se limita a 0,5 por 100 el aumento de ciertos préstamos agrícolas y se mantienen los tipos vigentes para las operaciones financiadas con recursos especiales y para las acciones concertadas de si-</p>

	<p>derurgia, minería del hierro, construcción naval y ganado vacuno. (Acuerdo del Consejo de Ministros 17-VIII-73.)</p>
Septiembre.	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta de 20.000 a 30.000 millones el límite máximo de bonos en circulación. (O. M. 19-IX-73.)</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LAS OBLIGACIONES: Se eleva el tipo nominal (neto) máximo autorizado de las obligaciones privadas no bancarias aptas para inclusión en las reservas obligatorias de los inversores institucionales del 7,25 al 7,75 por 100. (Decisión del Ministerio de Hacienda).</p> <p>CREDITO OFICIAL: Se decide la transferencia de depósitos de las E. O. C. en bancos privados al Banco de España. Estas transferencias (realizadas entre el 19 de septiembre y el 19 de octubre) suponen un montante total de 4.375 millones de pesetas. (Decisión del Ministerio de Hacienda). (I. C. O.).</p>
Octubre.	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se reducen los límites de la banca en 3.937 millones de pesetas, fijándose en 6.409 millones. De todas formas, en el caso de algunos bancos la reducción total no se hace efectiva hasta el término de noventa días. (Acuerdo del Banco de España 13-X-73.)</p>
Noviembre.	<p>BONOS DEL TESORO: El total de bonos del Tesoro en circulación fuera del Banco de España descende, por amortizaciones o por compras del Banco, en 20.964 millones de pesetas. (Acuerdos del Banco de España.)</p>
Diciembre.	<p>ORDENACION ECONOMICA: Se adopta un conjunto de medidas coyunturales de política económica, incluidas actuaciones sobre precios, rentas, gasto público, impuestos, concentración de empresas y mercado de capitales, destinadas a frenar el proceso inflacionista y asegurar la continuidad del desarrollo. Se limitan hasta el 31 de diciembre de 1974 todas las elevaciones de precios, la distribución de dividendos y rentas de capital y las mejoras salariales convenidas colectivamente, mientras el Gobierno, por su parte, se compromete a no aumentar los gastos consuntivos expresados en el presupuesto. Se modifican diversos impuestos, se restablece la vigencia de la Ley de 23 de diciembre de 1961 de Regularización de Balances, texto refundido de 2 de julio de 1964, y del apoyo fiscal a la inversión, regulado por Decreto-ley de 1 de diciembre de 1974, aunque aplicado solamente a determinados sectores, se impulsa la concentración de empresas y se autoriza al Gobierno para agilizar el funcionamiento de las bolsas. (D. L. 30-XI-73.)</p> <p>COEFICIENTES DE CAJA E INVERSION: Se excluyen de los recursos ajenos computables para el cálculo de los coeficientes de caja e inversión los fondos depositados por las cajas de ahorro en los bancos, con lo cual ambos coeficientes se reducen prácticamente. (O.M. 4-XII-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/57,33 a 56,73/57,60 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,48 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 60 a 87 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 1,03 por 100 del cambio central al 1,50 por 100. (Acuerdo del Banco de España 6-XII-73.)</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: Se reduce el correspondiente a la banca comercial del 7,50 al 6,75 por 100 durante el período del 13 de diciembre de 1973 al 11 de enero de 1974; se compensa de este modo el efecto sobre la liquidez bancaria del aumento del efectivo en manos del público de la segunda quincena de diciembre y la consecutiva disminución en los primeros días de enero. (Circular núm. 81 del Banco de España 10-XII-73.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se eleva el coeficiente de los bancos comerciales y mixtos y del Banco Exterior del 21 al 22 por 100 y del 7 al 8 por 100 para los bancos industriales, disminuyéndose del 14 al 13 por 100 el porcentaje mínimo de fondos públicos y que afecta a los comerciales y mixtos. Se establece un calendario para que los bancos, en el plazo de cuatro meses, de enero a abril de 1974, se adapten</p>

	<p>a las nuevas obligaciones mediante sucesivas aproximaciones del 0,25 por 100. (O. M. 27-XII-73.)</p>
1974	
Enero.	<p>BONOS DEL TESORO: Se autoriza su emisión durante 1974 hasta el mismo límite de 30.000 millones vigente anteriormente, permitiéndose la entrada en el mercado de las compañías de seguros. (O. M. 7-I-74.)</p> <p>BONOS DEL TESORO: La D. G. T. y P. aclara que el plazo de vigencia de las emisiones a 1, 2 y 3 meses debe entenderse de 30, 60 y 90 días naturales. (Resolución de la D. G. T. y P. 11-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/57,60 a 56,73/57,80 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,31 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 87 a 107 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 1,50 por 100 del cambio central al 1,84 por 100. (Acuerdo del Banco de España 15-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/57,80 a 56,73/58,00 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,14 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 107 a 127 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 1,84 por 100 del cambio central al 2,19 por 100. (Acuerdo del Banco de España 16-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/58,00 a 56,73/58,65 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 0,58 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 127 a 192 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 2,19 por 100 del cambio central al 3,31 por 100. (Acuerdo del Banco de España 18-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se cierra el mercado de divisas el día 21, abriéndose el 22. (Acuerdo del Banco de España 21-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se decide, ante la continuada apreciación del dólar en el mercado de divisas, iniciar una política de flotación independiente de la peseta. Las autoridades españolas denuncian ante el F. M. I. su compromiso de intervenir en el mercado del dólar, desligando la cotización de la peseta de las bandas de fluctuación del 2,25 por 100 sobre el tipo central admitidas en los acuerdos de Washington. (Acuerdo de la Comisión Interministerial de Reservas 21-I-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se concede autorización general a los bancos para cederse entre sí efectos y créditos especiales computables en el coeficiente, instándose además al exacto cumplimiento del mismo. (Circular núm. 82 del Banco de España 10-I-74.)</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites, a partir del día 29, en 5.118 millones, fijándose en 11.536 millones. (Acuerdo del Banco de España 25-I-74.)</p>
Febrero.	<p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos a la banca a corto plazo que alcanzan, a fin de mes, un saldo vivo de 2.500 millones. (Acuerdos del Banco de España.)</p> <p>COEFICIENTES DE INVERSION: Se incluyen entre los fondos públicos computables en el coeficiente de inversión las consignaciones voluntarias efectuadas por los bancos en la</p>

Febrero.	<p>Caja General de Depósitos (C. G. D.). De acuerdo al reglamento de la Caja, aprobado por R. D. 19-XI-29, las consignaciones devengan desde el día de su imposición los siguientes intereses: a un mes, 1 por 100; a tres meses, 1,50 por 100; a seis meses o más, 2 por 100. (O. M. 20-II-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: Se sustituye el mecanismo introducido por la O. M. 1-III-73 y Circulares núms. 4 y 75 del Banco de España, 5-III-73, que obligaba a los bancos comerciales e industriales y a las cajas de ahorro a mantener diariamente el nivel de reservas exigido, por un sistema de cálculo basado en los promedios periódicos de cada decena natural, sin que ningún día de la misma puedan bajar de unos porcentajes del 6,50 para la banca comercial y del 3,50 para las cajas de ahorro, ni puedan tampoco promediar los excesos de reservas que mantengan por encima del 8,50 y 4,50, respectivamente. Los activos de cobertura mantenidos diariamente por los bancos industriales no deben bajar en más de un 15 por 100 respecto de los mínimos legales, no computándose a efectos del promedio los que excedan del 15 por 100 de los mínimos legales. (O. M. 20-II-74 y Circulares núms. 8 y 85 del Banco de España 22-II-74.)</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites, a partir del día 25, en 5.115 millones, fijándose en 16.650 millones. El acuerdo preveía un aumento de las líneas de redescuento ordinario a finales de febrero y otro a finales de marzo; sin embargo, el día 12 de marzo se comunicó a la banca que se anticipaba el aumento del día 28 al 12 y que se concedía uno nuevo, por el mismo valor, el día 28. (Acuerdo del Banco de España 22-II-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se regulan las peticiones de cédulas para inversiones por la banca, disponiendo que se formulen el día 15 de cada mes y que sean acompañadas del ingreso anticipado del importe nominal solicitado. (O. M. 23-II-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se acortan los plazos de cobertura concedidos a los bancos para el cumplimiento del coeficiente de 30 días a 15, obligando a los que no lo tuvieran cubierto totalmente a fin de mes a obtener activos calificados suficientes a más tardar el día 15 del mes siguiente, o proceder a completarlo, de acuerdo a las O.O. MM. de 20 y 23-II-74, mediante la suscripción de cédulas de inversión o mediante consignaciones de efectivo en la Caja de Depósitos. La D. G. T. y P. hace saber que no satisfará peticiones de cédulas por importe superior al déficit que cada banco tuviera en la cobertura del porcentaje de fondos públicos, excluidas las consignaciones voluntarias en la C. G. D. (Circular núm. 86 del Banco de España 26-II-74.)</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se acortan los plazos concedidos para el cumplimiento de los coeficientes de inversión de tres meses a un mes. (Circular núm. 9 del Banco de España 26-II-74.)</p>
Marzo.	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites en 5.666 millones, a partir del día 12, y se vuelven a ampliar en otros 5.666 millones, a partir del 28, fijándose en 27.982 millones. (Acuerdo del Banco de España, comunicado a la banca el 12-III-74.)</p> <p>TARIFAS BANCARIAS: Se simplifican las tarifas de comisiones mínimas aplicables a los servicios bancarios. (O. M. 4-III-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se autoriza a la banca la inclusión en el coeficiente de los créditos concedidos a los astilleros con objeto de financiar el capital circulante correspondiente a sus entregas de buques a armadores nacionales. Los créditos tienen como límite el 20 por 100 del valor de los buques entregados el año precedente, deducidas la prima a la construcción y la desgravación fiscal correspondiente. (D. 7-III-74 y O. M. 21-III-74.)</p>
Abril.	<p>COEFICIENTE DE CAJA DE LA BANCA COMERCIAL: Se eleva del 7,50 al 7,75 por 100 durante la primera decena de mayo y del 7,75 al 8 por 100 a partir de la segunda. El límite mínimo de cumplimiento y el máximo para el cómputo se establecen en el 7 y 9 por 100, respectivamente. (Circular núm. 89 del Banco de España 27-IV-74.)</p>

<p>Abril.</p>	<p>TIPOS DE INTERES DE LAS CAJAS DE AHORRO: Se obliga a las cajas a publicar los tipos de interés máximos, incluidas comisiones, de los créditos de carácter general formalizados por plazo superior a tres años y los tipos preferenciales, tanto de las operaciones de carácter general como de regulación especial, sin que se puedan aplicar condiciones inferiores a dichos tipos privilegiados. (Circular núm. 10 del Banco de España 2-IV-74.)</p> <p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos a la banca a corto plazo que alcanzan, a fin de mes, un saldo vivo de 4.350 millones. (Acuerdos del Banco de España.)</p>
<p>Mayo.</p>	<p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos a la banca a corto plazo que alcanzan, a final de mes, un saldo vivo de 26.420 millones. (Acuerdos del Banco de España.)</p>

(a) Para un período más dilatado, véase J. M. Olarra «Medidas de Política Monetaria Adoptadas en el Período 1957-1973», colección de Estudios Económicos, serie A, núm. 5, Servicio de Estudios del Banco de España.

Bonos de caja de Bancos industriales

Emissiones autorizadas en 1973

BANCO EMISOR	Fecha de emisión	Importe (millones)	Tipo de interés	Amortización (b)	Convertibilidad (c)	Modificaciones tipo de interés	Aptitud para ahorro institucional (d)					
							CA	CR	MML	INP	CS	SC
Intercontinental Español...	1- 2-73	5.000	6,50	T-10	—	7,5, desde 8-1-74	—	—	—	—	—	—
Industrial de Cataluña...	28- 4-73	1.000	7,00	T- 8	—	—	*	—	*	*	*	—
Financiación Industrial...	14- 6-73	3.000	6,50	T-10	—	Al 7, el 19-12-73 y al 7,5, el 19-2-74	—	—	—	—	—	—
Industrial del Mediterráneo...	20- 6-73	750	7,00	1/5; 6-10	—	—	—	—	—	—	—	—
Industrial de León...	5- 7-73	2.000	6,50	T-10	50 %; 1-10	—	*	*	*	*	*	*
Unión Industrial Bancaria...	26- 7-73	4.000	7,00	T-10	20 % en 8.º	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de Cataluña...	31- 7-73	2.000	5,25	T- 4	50 %; 1-4	—	*	—	*	*	*	*
Industrial de Cataluña...	31- 7-73	1.000	7,00	T- 8	—	—	*	—	*	*	*	—
Industrial del Sur...	6- 8-73	2.500	7,00	1/3; 8-10	—	—	*	*	*	*	*	—
Occidental...	16- 8-73	1.500	6,50	T-10	10 % en 2.º	Al 7,5, s/e. 20-11-73	*	*	*	*	*	*
Industrial de Bilbao...	1-10-73	5.000	7,00	1/2; 7- 8	—	(a)	*	*	*	*	*	*
Fomento...	4-10-73	3.000	7,00	1/5; 6-10	—	Al 7,5, s/e. 3-10-73	*	*	*	*	*	—
Granada...	11-10-73	1.500	7,50	350 mill., en 8.º y 9.º, y 800 mill., en el 10.º	—	—	*	—	*	*	*	—
Desarrollo Económico Español...	20-10-73	800	7,00	1/4; 5- 8	—	(a)	*	*	*	*	*	—
Urquijo...	29-10-73	6.000	7,00	1/3; 10-12	—	Al 7,5, desde 19-2-74	*	*	*	*	*	—
Financiación Industrial...	2-11-73	2.000	7,00	T-10	—	Al 7,5, desde 19-2-74	—	—	—	—	—	—
Europeo de Negocios...	12-11-73	4.000	7,00	T-10	—	Al 7,5, desde 19-2-74	*	*	*	*	*	—
Occidental...	16-11-73	1.500	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	*	*	*	*	—
Industrial del Mediterráneo...	21-11-73	750	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	—	*	*	*	—
Noroeste...	3-12-73	1.500	7,00	T-10	20 %; 1, 4, 7, 10	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de León...	14-12-73	1.500	7,50	325 mill., en 5.º, 6.º y 7.º; resto, 8.º	—	—	*	*	*	*	*	—
Desarrollo Económico Español...	15-12-73	3.000	7,50	1/4; 5-8	—	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de Cataluña...	17-12-73	3.000	7,00	T-7	25 %; 1/5, 1, 2, 4, 5 y 7	—	*	*	*	*	*	—
Industrial de Cataluña...	17-12-73	2.000	7,50	1/4; 7-10	—	—	*	*	*	*	*	—
Industrial del Sur...	18-12-73	3.000	7,50	1/4; 9-12	—	—	*	*	*	*	*	—
Intercontinental Español...	19-12-73	5.000	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	—	*	*	*	—
Unión Industrial Bancaria...	20-12-73	3.000	7,50	T- 8	—	—	*	*	*	*	*	—
Unión Industrial Bancaria...	20-12-73	3.000	6,50	T-10	50 %; 2, 4, 6 y 8	—	*	*	*	*	*	—
Promoción de Negocios...	22-12-73	1.000	7,50	1/3; 8-10	—	—	*	—	*	*	*	—
Occidental...	27-12-73	3.000	7,50	1/5; 6-10	—	—	*	*	*	*	*	—

- (a) Pendiente autorización para elevar el tipo de interés al 7,5 por 100.
 (b) T-10. El empréstito se amortizará de una sola vez, en su totalidad al cumplirse el décimo año. 1/6; 6-10. El empréstito se amortizará en cinco vencimientos consecutivos anuales de igual cuantía desde el sexto año.
 (c) 10 por 100 3 y 7. Los títulos son convertibles en un 10 por 100 los años tercero y séptimo.
 (d) CA: Cajas de ahorros; CR: Cajas rurales; MML: Montepíos y Mutualidades Laborales; INP: Instituto Nacional de Previsión; CS: Compañías de seguros; SC: Sociedades de capitalización.

Presupuesto inicial consolidado de las administraciones públicas

Miles de millones de pesetas

	1972	1973	1974
Operaciones no financieras.	662,8	825,9	1.024,7
Operaciones corrientes	659,4	822,1	1.017,9
Impuestos directos (a)	319,2	419,1	535,0
Impuestos indirectos	238,0	279,2	332,0
Tasas y otros ingresos	49,8	64,6	87,3
Transferencias corrientes	21,5	24,4	29,6
Ingresos patrimoniales	30,9	34,8	33,9
Operaciones de capital	3,4	3,8	6,8
Enajenación de inversiones reales	3,2	3,8	5,9
Transferencias de capital	0,2	—	0,9
Operaciones financieras.	47,8	50,6	48,9
Variación de activos financieros	10,7	12,5	20,3
Variación de pasivos financieros	37,1	38,1	28,6
TOTAL INGRESOS	710,6	876,5	1.073,6
Operaciones no financieras.	681,7	843,2	1.035,7
Operaciones corrientes	529,4	664,0	831,5
Remuneraciones de personal	232,7	266,0	335,8
Compra de bienes y servicios	99,9	123,1	157,7
Intereses	11,3	16,0	17,6
Transferencias corrientes	185,5	258,9	320,4
Operaciones de capital	152,3	179,2	204,2
Inversiones reales	117,5	140,1	155,3
Transferencias de capital	34,8	39,1	48,9
Operaciones financieras.	26,4	31,0	33,7
Variación de activos financieros	8,8	9,3	9,8
Variación de pasivos financieros	17,6	21,7	23,9
Remanente de Tesorería en Organismos Autónomos	2,5	2,3	4,2
TOTAL GASTOS.	710,6	876,5	1.073,5

(a) Incluye 189,5 miles de millones en 1972, 267,1 en 1973 y 340,2 en 1974 de contribuciones a la Seguridad Social.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Presupuesto del Sector Público 1972, 1973 y 1974.

Presupuesto inicial de la Administración Central

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Operaciones no financieras	233,6	263,8	302,7	346,1	401,8	465,7	550,4
Operaciones corrientes	233,5	263,7	302,6	345,9	401,6	465,5	549,4
Impuestos directos	61,7	71,5	86,1	99,0	115,0	135,7	172,9
Impuestos indirectos	140,5	150,6	174,6	189,9	225,1	260,8	311,2
Tasas y otros ingresos	19,3	21,0	22,5	28,7	29,7	35,5	37,6
Transferencias corrientes	5,6	6,1	7,1	9,4	10,7	11,4	13,4
Ingresos patrimoniales	6,4	14,5	12,3	18,9	21,1	22,1	14,3
Operaciones de capital	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,0
Enajenación de inversiones reales	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,0
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—
Operaciones financieras	4,2	8,0	7,1	24,0	17,5	8,6	1,3
Variación de activos financieros	1,2	2,5	3,6	0,7	0,7	0,8	1,1
Variación de pasivos financieros	3,0	5,5	3,5	23,3	16,8	7,8	0,2
TOTAL INGRESOS	237,8	271,8	309,8	370,1	419,3	474,3	551,7
Operaciones no financieras	232,4	264,4	301,1	360,3	408,1	461,7	538,8
Operaciones corrientes	160,7	179,5	207,0	254,3	288,7	329,5	387,7
Remuneración de personal	99,8	115,3	127,1	149,1	164,6	185,1	217,0
Compra de bienes y servicios	15,7	15,2	18,8	23,1	26,2	31,5	36,6
Intereses	5,4	5,6	5,8	6,0	6,7	8,2	8,6
Transferencias corrientes	39,8	43,4	55,3	76,1	91,2	104,7	125,5
Operaciones de capital	71,7	84,9	94,1	106,0	119,4	132,2	151,1
Inversiones reales	40,7	45,2	52,9	61,4	53,8	61,8	70,6
Transferencias de capital	31,0	39,7	41,2	44,6	65,6	70,4	80,5
Operaciones financieras	5,4	7,4	8,7	9,8	11,2	12,6	12,9
Variación de activos financieros	2,5	4,2	5,2	6,1	5,1	5,1	5,7
Variación de pasivos financieros	2,9	3,2	3,5	3,8	6,1	7,5	7,2
TOTAL GASTOS	237,8	271,8	309,8	370,1	419,3	474,3	551,7

FUENTE: Ministerio de Hacienda, «Libros Rojos del Presupuesto».

Presupuesto inicial de la Administración Central
Clasificación funcional

Miles de millones de pesetas

	Cifras absolutas							Porcentajes s/ el total	
	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1973	1974
Actividades generales	62,2	65,8	73,5	84,4	101,0	116,0	145,1	24,5	26,3
Servicios generales	26,7	28,5	32,2	39,5	46,8	53,8	66,6	11,4	12,1
Defensa	35,5	37,4	41,2	44,9	54,2	62,2	78,6	13,1	14,2
Actividades sociales y comunitarias	76,2	101,8	116,9	147,1	157,4	117,8	202,2	37,5	36,7
Educación	27,8	37,5	44,8	59,9	64,9	73,0	85,8	15,4	15,5
Salud	4,5	4,9	5,8	7,2	7,3	9,2	9,9	1,9	1,8
Pensiones, Seguridad Social y servicios so- ciales	26,3	36,8	41,8	53,6	58,0	64,8	72,0	13,7	13,1
Viviendas y bienestar comunitario	12,3	16,7	17,3	18,0	18,2	21,1	23,1	4,4	4,2
Otros servicios sociales y comunitarios	5,3	5,7	7,1	8,4	9,0	9,8	11,4	2,1	2,1
Actividades económicas	65,7	71,5	84,0	97,5	117,3	128,9	146,1	27,2	26,5
Administración general	1,1	1,1	1,2	1,4	1,8	1,8	2,4	0,3	0,4
Agricultura, ganadería, bosques y pesca	20,0	22,5	30,5	34,8	38,8	40,2	43,0	8,5	7,8
Minas, construcción e industrias diversas	3,2	3,5	4,0	5,0	10,2	10,8	17,1	2,3	3,1
Energía	0,5	0,7	0,8	0,1	1,3	1,4	1,4	0,3	0,3
Transportes y comunicaciones	39,1	41,6	45,0	52,7	62,1	71,0	78,2	15,1	14,2
Comercio	0,8	0,9	1,0	1,4	1,5	1,9	1,9	0,4	0,3
Turismo	1,0	1,2	1,5	1,4	1,6	1,7	2,1	0,4	0,4
No clasificados	33,8	32,7	35,3	41,1	43,6	51,5	58,2	10,8	10,5
TOTAL	273,8	271,8	309,8	370,2	419,3	474,3	551,7	100,0	100,0

Presupuestos iniciales de organismos autónomos administrativos,
corporaciones locales y Seguridad Social

Miles de millones de pesetas

	Organismos autónomos			Corporaciones locales (a)			Seguridad Social		
	1972	1973	1974	1972	1973	1974	1972	1973	1974
Operaciones no financieras. . .	57,8	61,8	67,6	90,0	114,0	136,1	214,8	295,3	380,5
Operaciones corrientes. . .	25,5	29,8	34,4	86,9	109,8	130,0	214,2	295,2	380,4
Impuestos directos. . .	0,1	0,2	0,2	14,5	16,1	21,9	189,6	267,1	340,0
Impuestos indirectos. . .	0,6	2,1	1,0	8,3	13,1	15,2	3,9	3,2	4,7
Tasas y otros ingresos. . .	3,9	3,6	6,3	27,7	37,9	44,4	—	—	—
Transferencias corrientes. . .	20,6	23,6	27,4	33,0	37,6	43,6	16,6	19,3	21,6
Ingresos patrimoniales. . .	0,3	0,3	0,5	3,4	5,1	4,9	4,1	5,6	14,1
Operaciones de capital. . .	32,3	32,0	33,2	3,1	4,2	6,1	—	0,1	0,1
Enajenaciones de inversiones reales. . .	1,2	1,1	1,5	1,9	2,5	3,4	—	—	—
Transferencias de capital. . .	31,1	30,9	31,7	1,2	1,7	2,7	—	0,1	0,1
Operaciones financieras. . . .	11,8	12,5	13,8	17,4	27,2	28,8	1,1	2,3	5,0
Variación de activos financieros. . .	8,9	9,4	10,6	—	—	3,6	1,1	2,3	5,0
Variación de pasivos financieros. . .	2,9	3,1	3,2	17,4	27,2	25,2	—	—	—
TOTAL DE INGRESOS. . .	69,6	74,3	81,4	107,4	141,2	164,9	215,3	297,6	385,5
Operaciones no financieras. . .	61,6	66,4	70,9	97,6	128,3	150,4	215,3	297,6	385,5
Operaciones corrientes. . .	30,2	34,4	39,6	66,7	85,8	101,0	212,5	292,6	379,5
Remuneración del personal. . .	12,1	14,6	15,9	33,7	41,1	49,4	29,0	32,0	53,5
Compra de bienes y servicios. . .	8,0	8,8	9,6	24,4	30,8	36,2	44,0	55,0	75,4
Intereses. . .	1,0	1,0	1,1	3,4	6,6	7,7	0,1	0,2	0,2
Transferencias corrientes. . .	9,1	10,0	13,0	5,2	6,3	7,7	139,4	205,4	250,4
Operaciones de capital. . .	31,4	32,0	31,3	30,9	42,5	49,4	2,8	5,0	6,0
Inversiones reales. . .	30,0	30,8	29,3	30,8	42,4	49,4	2,8	5,0	6,0
Transferencias de capital. . .	1,4	1,2	2,0	0,1	0,1	—	—	—	—
Operaciones financieras. . . .	5,5	5,5	6,2	9,8	12,9	14,5	—	—	—
Variaciones de activos financieros. . .	3,8	4,2	4,0	—	—	—	—	—	—
Variaciones de pasivos financieros. . .	1,7	1,3	2,2	9,8	12,9	14,5	—	—	—
Remanente de Tesorería en organismos autónomos. . .	2,5	2,4	4,3	—	—	—	—	—	—
TOTAL DE GASTOS. . .	69,6	74,3	81,4	107,4	141,2	164,9	215,3	297,6	385,5

(a) Comprende los presupuestos ordinarios, especiales y extraordinarios.

(b) Comprende 3.300 millones de pesetas de impuestos sobre el capital.

FUENTE: Ministerio de Hacienda, «Presupuestos del Sector Público 1972, 1973 y 1974».

Administración Central: Realizaciones presupuestarias

Miles de millones de pesetas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973
OPERACIONES NO FINANCIERAS (neto)	— 6,0	— 0,6	3,2	— 27,9	0,8	7,6
Ingresos	236,7	279,2	315,2	354,4	411,3	494,1
Presupuesto (a)	228,9	265,9	301,1	340,2	398,7	477,7
Impositivos	188,8	227,2	256,1	283,7	337,3	422,3
No impositivos	40,1	38,7	45,0	56,5	61,4	55,4
Anexo	0,7	6,0	6,5	6,4	6,5	9,6
Por cuenta de las corporaciones locales	7,1	7,3	7,6	7,8	6,1	6,8
Pagos	— 244,2	— 282,8	— 379,9	— 382,9	— 427,8	— 496,2
Presupuesto (b)	— 233,8	— 269,5	— 296,2	— 356,7	— 406,1	— 467,4
Adicional	—	—	— 3,5	— 11,3	—	—
Apéndice	— 3,5	— 1,3	— 1,3	— 0,2	— 6,9	— 8,7
Anexo	— 1,3	— 5,5	— 5,3	— 7,1	— 5,7	— 7,5
Por cuenta de las corporaciones locales	— 5,6	— 9,1	— 7,6	— 7,6	— 9,1	— 12,6
Por operaciones de Tesorería (neto) (c)	1,5	3,0	1,9	0,6	17,3	9,7
FINANCIACION (neta)	6,0	0,6	— 3,2	27,9	— 0,8	— 7,6
Activos financieros (neto)	— 1,5	— 2,7	— 3,7	— 4,0	— 5,0	— 2,7
Ingresos	0,8	1,0	0,7	0,8	1,0	5,0
Pagos	— 2,3	— 3,7	— 4,4	— 4,8	— 6,0	— 7,7
Dotaciones al Crédito Oficial (—)	— 31,1	— 32,6	— 15,5	— 22,4	— 18,0	— 25,1
Emisiones de Deuda (neto) (d)	37,3	34,8	10,1	61,3	43,0	18,3
Emisiones brutas	40,3	45,3	22,3	68,1	47,5	68,3
Amortizaciones (—)	— 3,0	— 10,5	— 12,2	— 6,8	— 4,5	— 50,0
Préstamos exteriores (neto)	4,6	—	— 0,3	1,7	0,6	— 1,6
Préstamos brutos	5,3	0,8	0,6	2,2	2,5	1,2
Amortizaciones (—)	— 0,7	— 0,8	— 0,9	— 0,5	— 1,9	— 2,8
Recurso neto al Banco de España (e)	— 3,3	1,1	6,2	2,4	— 21,5	3,5
Emisión de moneda metálica	3,7	1,9	1,0	1,1	0,7	0,6
Otros conceptos	— 7,0	— 0,8	5,2	— 9,8	— 22,2	2,9
Por traspaso del crédito al I. N. I.	—	—	—	11,1	—	—
Crédito al I. N. I.	—	—	—	— 11,1	—	—

(a) Excluidos los procedentes de variación de activos financieros y de variación de pasivos financieros.

(b) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y deuda (Deuda del Estado) y otras Deudas amortizadas con cargo al Presupuesto.

(c) Incluye también ajustes.

(d) Cédulas para inversiones, deuda universitaria y bonos del Tesoro.

(e) Cuentas corrientes del Tesoro, servicio financiero de la deuda, talones pendientes de pago y otras cuentas de la Administración Central en el Banco de España (incluye la deuda Renfe y el crédito al I. N. I. del Banco de España asumidos por el Tesoro).

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

Administración Central: Ingresos impositivos obtenidos (a)

Miles de millones de pesetas

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Directos	35,2	41,3	49,1	56,7	60,7	72,3	82,0	98,7	117,6	147,6
Rústica	1,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	1,1	1,5	1,7	1,6
Urbana	2,3	2,5	2,8	3,3	3,2	4,0	4,5	5,3	6,3	7,6
Rendimiento del trabajo personal ..	8,4	8,7	12,2	14,1	14,2	17,1	21,5	27,4	34,7	49,0
Rentas de capital	3,5	4,3	4,7	5,5	6,3	7,3	8,6	10,5	11,8	14,5
Impuesto industrial (b)	4,6	5,5	6,0	7,5	8,5	9,1	9,7	11,2	12,4	13,0
Sobre la renta de sociedades (c) ...	11,4	13,5	16,4	18,7	19,8	25,2	27,2	31,7	37,3	45,8
Sobre la renta de las personas físicas	1,6	1,8	2,0	2,5	2,9	3,2	3,3	4,0	5,0	6,2
Impuestos sobre el capital (d)	1,9	2,0	2,0	2,2	3,1	3,5	4,2	4,5	5,7	7,0
Otros conceptos y resultados	0,2	1,7	2,1	2,0	1,8	2,0	1,9	2,6	2,6	2,8
Indirectos	75,4	89,0	107,9	119,7	128,1	154,9	174,1	185,0	219,7	274,8
Transmisiones patrimoniales y actos										
jurídicos documentados	12,5	9,3	11,0	12,5	15,2	19,2	22,9	25,7	32,0	41,4
Aduanas	16,6	24,1	29,6	23,6	23,6	28,0	28,5	24,2	32,0	42,3
Tabacos (monopolio y lujo)	7,9	8,3	9,8	11,0	12,3	14,5	45,1	46,7	54,5	90,4
Petróleo (monopolio especial y lujo)	18,7	21,6	25,6	32,0	35,4	42,1	16,3	17,1	17,2	—
Sobre el lujo (excepto tabaco y pe-										
tróleo)	4,1	5,8	7,5	9,3	9,9	12,9	15,4	18,0	21,5	25,4
Especiales (excepto petróleo)	2,5	3,0	3,4	4,2	4,5	5,6	7,3	8,9	10,4	12,5
Tráfico de empresas	7,1	14,8	19,4	23,3	26,6	31,9	37,8	43,8	51,3	62,3
Otros conceptos	6,0	2,1	1,6	0,8	0,6	0,7	0,8	0,6	0,8	0,5
TOTAL	110,6	130,3	157,0	167,4	188,8	227,2	256,1	283,7	337,3	422,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) El que las cuentas de las Administraciones Públicas incluyan dentro de los impuestos algunas tasas, explica las discrepancias entre este cuadro y el número 61 del Apéndice.
- (b) Incluye licencia fiscal y cuota por beneficios.
- (c) Incluye antes de 1966 negociación de valores mobiliarios y a partir de esa fecha, impuesto especial del 4 por ciento.
- (d) Incluye, como componente principal, el impuesto sobre sucesiones.

Administración Central: Realizaciones presupuestarias

Cifras trimestrales

Miles de millones de pesetas

	1972	1973	1972				1973			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
OPERACIONES NO FINANCIERAS (neto) . .	0,9	7,6	— 16,3	9,8	9,4	— 2,1	— 19,1	16,3	7,7	2,7
Ingresos	411,3	494,1	81,7	103,2	106,1	120,3	105,4	121,4	123,3	139,0
Presupuesto	398,7	477,8	79,7	98,9	102,5	117,6	103,4	115,5	121,1	132,8
Anexo	6,5	9,6	1,5	1,9	3,1	—	1,4	3,3	1,7	3,2
Por cuenta de las corporaciones locales . . .	6,1	6,8	0,5	2,4	0,5	2,7	0,6	2,6	0,5	3,0
Pagos	— 427,8	— 496,2	— 95,2	— 101,3	— 108,9	— 122,4	— 108,8	— 124,7	— 123,4	— 144,0
Presupuesto	— 406,1	— 467,4	— 89,3	— 95,0	— 102,5	— 119,3	— 105,1	— 110,9	— 118,4	— 137,8
Adicional	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Apéndice	— 6,9	— 8,7	— 0,6	— 0,4	— 3,8	— 2,1	— 3,6	— 1,6	— 1,8	— 1,6
Anexo	— 5,7	— 7,5	— 0,5	— 2,1	— 1,4	— 1,7	— 1,4	— 1,5	— 2,6	— 2,0
Por cuenta de las corporaciones locales . . .	— 9,1	— 12,6	— 4,8	— 3,8	— 1,2	0,7	1,3	— 10,7	— 0,6	— 2,6
Por operaciones de Tesorería (neto)	17,4	9,5	— 2,8	7,9	12,2	1,4	— 19,4	19,5	7,7	7,7
FINANCIACION NETA	— 0,9	— 7,6	16,3	— 9,8	— 9,5	2,1	19,1	— 16,2	— 7,7	— 2,7
Activos financieros (neto)	— 5,0	— 2,7	— 0,4	— 0,5	0,2	— 4,3	1,3	3,0	— 2,0	— 5,0
Ingresos	1,0	5,0	0,7	—	0,2	0,1	1,6	3,3	0,1	—
Pagos	— 6,0	— 7,7	— 1,1	— 0,5	—	— 4,4	— 0,3	— 0,3	— 2,1	— 5,0
Dotaciones al crédito oficial	— 18,0	— 25,1	— 3,4	— 1,8	— 3,9	— 8,9	— 3,1	— 5,3	— 4,8	— 11,9
Emisión de Deuda (neto)	43,1	18,3	20,7	11,3	4,4	6,7	8,5	— 2,3	22,0	— 9,8
Emisiones brutas	47,5	68,3	22,1	12,6	5,6	7,2	9,3	6,5	29,1	23,4
Amortizaciones	— 4,4	— 50,0	— 1,4	— 1,3	— 1,2	— 0,5	— 0,8	— 8,8	— 7,1	— 33,2
Préstamos exteriores	0,6	— 1,6	— 0,1	— 0,2	—	0,9	— 2,2	— 0,3	1,2	— 0,3
Préstamos brutos	2,5	1,2	—	—	1,0	1,5	—	—	1,2	—
Amortizaciones	— 1,9	— 2,8	— 0,1	— 0,2	— 1,0	— 0,6	— 2,2	— 0,3	—	— 0,3
Recurso neto al Banco de España	— 21,5	3,5	— 0,5	— 18,6	— 10,1	7,7	14,6	— 11,4	— 24,1	24,3
Emisión de moneda	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Otros conceptos	— 22,2	2,9	— 0,9	— 18,8	— 10,2	7,5	14,4	— 11,5	— 24,2	24,1
Por traspaso crédito I. N. I.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Créditos al I. N. I.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

Ver notas del cuadro 55 del Apéndice

Administraciones públicas (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	19,3	24,9	24,9	31,7	33,8	40,9	48,0	51,2	66,4	81,2	108,1
Sueldos y salarios	49,5	57,5	67,2	78,2	97,2	123,5	137,2	160,0	179,6	203,2	232,7
Intereses	6,3	6,2	7,1	9,2	8,9	9,7	12,5	14,6	15,9	16,4	19,0
Prestaciones sociales	14,4	17,3	21,1	24,7	29,2	68,2	78,0	94,1	108,6	143,2	172,6
Subvenciones	11,5	9,4	12,1	15,5	18,7	20,7	24,1	25,7	28,9	43,1	46,6
Transferencias corrientes	4,4	9,7	9,0	12,1	11,7	14,8	19,9	17,6	32,7	31,6	32,5
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	0,5	0,4	1,2	— 0,1	— 1,2	2,6	— 0,3	2,5	— 1,2	1,1	— 1,4
Ahorro	38,7	36,5	51,2	57,5	64,7	82,9	77,9	97,9	96,7	82,3	128,6
TOTAL	144,5	164,0	194,8	228,8	263,0	363,3	396,2	463,5	527,6	602,5	738,7
Ingresos de la propiedad y de la empresa	9,6	7,4	12,0	15,3	14,9	19,0	27,6	28,1	38,4	32,1	32,9
Impuestos indirectos	65,7	73,4	86,7	105,3	127,7	144,1	154,7	186,7	210,7	230,2	276,2
Impuestos directos	36,5	40,7	44,3	50,0	57,8	65,3	70,0	80,8	93,1	112,9	131,7
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	2,4	3,1	3,5	4,1	5,1	5,8	7,6	9,5	9,9	12,4	19,2
Contribuciones a la Seguridad Social	27,3	35,1	43,6	48,9	51,7	120,3	128,2	147,3	163,7	201,1	262,5
Transferencias corrientes	3,0	4,3	4,7	5,2	5,8	8,8	8,3	11,1	11,8	13,5	16,0

(a) Incluye Estado, Organismos Autónomos y Administrativos, Corporaciones locales y Seguridad Social. Al ser una cuenta consolidada, sus cifras no coinciden con la suma acumulada de sus distintos componentes.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	17,8	23,0	31,4	36,5	45,7	50,0	47,3	57,2	64,9	86,3	88,0
Compras netas de terrenos	— 0,4	0,5	0,1	0,3	0,8	2,3	2,2	2,0	4,1	6,3	3,7
Transferencias de capital	10,7	13,6	16,7	19,1	19,0	19,6	22,8	34,4	30,5	25,7 (b)	33,5
Capacidad de financiación	15,7	3,9	7,8	6,3	4,9	17,7	14,0	12,6	8,0	— 24,6	18,1
TOTAL	43,8	41,1	56,0	62,2	70,4	89,5	86,3	106,1	107,5	93,6	143,4
Ahorro	38,7	36,5	51,2	57,5	64,7	83,0	77,9	97,9	96,7	82,3	128,7
Impuestos sobre el capital	3,4	3,6	4,4	4,7	5,2	6,5	8,0	7,7	10,4	11,3	14,7
Transferencias de capital	1,6	1,0	0,4	—	0,5	0,1	0,4	0,5	0,4	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

(b) Neto.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación de caja y depósitos transferibles (b)	3,7	6,0	1,8	3,5	0,5	22,6	20,7	13,7	8,9	27,6	24,7
Adquisición de obligaciones (neto)	1,4	4,2	5,4	4,1	3,8	—	5,8	6,1	0,8	—0,7	—3,3
Adquisición de acciones (neto)	3,6	—0,6	0,1	1,2	1,3	0,7	1,3	3,4	4,6	5,6	6,7
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—0,8	—0,1	0,5	—0,1	0,6	—0,4	—	0,1	0,6	—	—0,7
Préstamos a medio y largo plazo (neto)	8,7	4,3	17,9	27,3	33,2	32,2	33,8	36,2	20,2	24,2	20,6
Inversión neta en servicios comerciales (c)	0,4	0,2	0,6	1,1	0,9	1,0	0,4	1,4	1,2	0,9	1,4
Otros activos financieros	—	—	2,9	2,6	4,7	7,6	10,1	10,3	12,9	12,6	15,9
Variación neta activos financieros	19,2	14,1	29,2	39,7	45,0	63,7	72,2	71,3	49,2	70,2	65,3
Necesidad de financiación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	24,6	—
TOTAL	19,2	14,1	29,2	39,7	45,0	63,7	72,2	71,3	49,2	94,8	65,3
Moneda emitida por el Tesoro y variación en depósitos transferibles recibidos	0,4	1,2	2,5	1,1	2,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,1	0,7
Variaciones en otros depósitos recibidos (neto)	1,4	0,2	—1,3	2,4	0,3	1,2	3,1	2,5	3,4	—0,6	7,7
Emisión Deuda pública (neto)	—1,9	1,3	11,4	24,1	22,0	25,7	37,4	31,8	16,0	61,5	44,8
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	0,3	0,6	1,4	—0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,4
Préstamos a medio y largo plazo (neto)	1,4	1,3	2,5	3,4	6,0	3,7	6,6	6,3	3,4	4,0	4,8
Anticipos del Banco de España	—0,9	—2,8	1,6	5,0	4,0	—0,9	2,1	1,5	0,3	6,3	—13,6
Otros pasivos financieros	2,3	7,8	3,3	—2,0	4,7	11,2	4,6	15,1	15,9	21,6	1,5
Variación neta pasivos financieros	3,5	10,2	21,4	33,4	40,1	46,1	58,2	59,3	41,2	94,8	47,2
Capacidad financiera	15,7	3,9	7,8	6,3	4,9	17,6	14,0	12,6	8,0	—	18,1

(a) Véase nota al Apéndice 58.

(b) Incluye «Variación en otros depósitos».

(c) Comprende la inversión real y financiera en esos servicios.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	11,1	14,0	13,3	16,8	16,3	17,7	17,3	19,0	24,0	27,4	33,1
En el interior	11,1	14,0	12,1	15,1	15,0	15,8	15,4	15,7	22,8	—	—
En el exterior	—	—	1,2	1,7	1,3	1,9	1,9	3,3	1,2	—	—
Sueldos y salarios	30,7	35,7	39,1	49,0	68,9	87,1	96,0	111,3	120,8	135,3	152,9
Intereses	5,0	4,9	5,4	7,3	7,3	7,7	10,6	12,5	13,3	13,4	15,9
Pagados en el interior	4,6	4,4	4,6	6,4	6,6	6,8	9,3	11,2	11,9	12,1	14,5
Pagados en el exterior	0,4	0,5	0,8	0,9	0,7	0,9	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4
Subvenciones	11,1	9,1	12,0	14,9	18,1	20,1	22,7	24,6	27,5	41,1	44,6
Transferencias corrientes	7,4	17,7	27,8	24,4	24,8	32,1	45,2	49,8	70,4	80,0	85,4
A Administraciones públicas	4,8	11,5	11,7	15,3	16,1	22,3	29,3	36,7	42,7	52,3	57,9
A otros sectores	2,4	6,0	5,9	8,9	8,5	9,2	14,6	11,8	26,9	27,0	26,4
Al exterior	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	1,3	1,3	0,8	0,7	1,1
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—0,1	—0,1	0,4	—0,4	—0,4	—0,2	—0,3	—	—0,5	0,4	—0,6
Ahorro	31,8	25,2	40,0	43,7	64,4	52,7	47,5	66,2	73,1	64,4	99,7
TOTAL	97,0	106,5	127,9	155,7	187,3	217,3	238,8	283,1	328,6	362,1	430,9
Ingresos de la propiedad y de la empresa	6,2	3,5	8,6	11,5	9,6	13,6	22,0	20,9	29,9	22,9	23,2
Impuestos indirectos (b)	58,7	67,7	80,8	98,8	121,8	137,4	147,4	177,9	200,3	218,6	261,8
Impuestos directos (c)	28,9	31,6	34,3	40,7	49,3	56,7	60,4	72,5	83,1	101,5	119,8
Sobre las empresas	18,7	20,2	21,7	27,0	31,0	35,2	37,7	45,7	51,2	60,5	70,0
Sobre las familias	10,2	11,4	12,6	13,7	18,3	21,5	22,7	26,8	31,9	41,0	49,8
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	0,7	0,3	0,3	1,0	2,3	3,0	3,3	4,0	6,7	9,6	14,2
Transferencias corrientes	2,5	3,4	3,8	3,6	4,4	6,6	5,7	7,8	8,6	9,5	12,0
De administraciones públicas	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,9	1,0	1,1
De otros sectores	2,4	3,2	3,6	3,4	4,2	6,2	5,4	7,1	7,5	8,1	10,4
Del exterior	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,7

(a) El Estado es uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

(b) Los impuestos indirectos incluyen aquí también algunas tasas y exacciones parafiscales (por ejemplo, póliza turismo, timbres, derechos publicidad, derechos reguladores).

(c) Los impuestos directos incluyen aquí también algunas tasas y exacciones parafiscales.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de Administraciones públicas.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	10,1	13,9	17,8	20,7	29,2	32,6	27,9	31,2	35,7	49,9	39,5
Compras netas de terrenos	0,4	0,9	1,2	1,5	1,4	1,7	1,6	1,2	3,2	4,4	2,0
Transferencias de capital	—	—	21,5	24,9	26,3	27,8	32,7	39,1	36,3	42,0	56,7
A Administraciones públicas	—	—	5,0	6,0	7,5	8,6	10,2	11,6	12,9	17,4	24,2
A otros sectores	—	—	16,5	18,9	18,8	19,2	22,2	27,2	23,1	24,2	31,5
Al exterior	—	—	—	—	—	—	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0
Capacidad de financiación	10,8	—	2,1	—	1,1	—	—	—	2,2	—	8,0
TOTAL	35,4	33,8	42,7	47,1	58,0	62,1	62,2	71,4	77,4	96,3	106,2
Ahorro	31,8	25,3	40,0	43,8	54,4	52,7	47,5	66,2	73,1	64,4	99,7
Impuestos sobre el capital	2,0	1,9	2,2	2,2	2,5	2,8	3,4	3,8	4,3	5,0	6,5
Transferencias de capital	1,7	1,1	0,5	0,6	1,1	0,9	0,5	—	—	—	0,1
De Administraciones públicas	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,8	0,1	—	—	—	0,1
Del exterior	1,6	1,0	0,4	—	0,5	0,1	0,4	—	—	—	—
Necesidad de financiación	—	5,5	—	0,5	—	5,7	10,8	1,4	—	26,8	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas Estado (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	0,3	1,1	— 1,0	0,3	0,9	— 0,3	2,9	— 2,3	1,6	15,8	10,5
Adquisición de acciones (neto)	3,6	— 0,2	0,1	1,2	1,2	0,6	1,1	3,2	4,3	5,0	4,9
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	— 1,0	0,2	0,8	0,7	1,1	0,6	—	—	0,1	—	—
A Administraciones públicas	—	0,3	0,8	0,8	0,4	—	—	—	—	—	—
A otros sectores	— 1,0	— 0,1	—	— 0,1	0,7	0,6	—	—	0,1	—	—
Préstamos concedidos a largo plazo (neto)	8,3	3,9	17,6	26,7	31,5	30,2	30,7	34,2	17,7	21,6	17,3
A Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	— 0,3	—	0,2	0,2	0,2
A otros sectores	8,3	3,9	17,6	26,7	31,5	30,2	31,0	34,2	17,5	21,4	17,1
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Inversión neta en servicios comerciales incluidos en el presupuesto del Estado	0,4	0,2	0,6	1,1	0,9	1,0	10,7	1,3	1,2	1,0	1,4
Otros activos financieros	1,5	0,2	2,9	1,2	4,6	6,7	0,4	2,9	15,6	8,7	6,7
Variación neta en activos financieros	13,1	5,5	20,9	31,2	40,1	37,6	45,9	39,4	40,5	52,1	40,9
Necesidad de financiación	—	5,5	—	0,5	—	5,7	10,8	1,4	—	26,8	—
TOTAL	13,1	11,0	20,9	31,7	40,1	43,3	56,7	40,8	40,5	78,9	40,9
Emisión en moneda y variación en depósitos transferibles recibidos	0,4	1,2	1,4	1,1	2,6	4,6	3,7	1,5	1,4	1,1	0,7
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	1,7	1,4	0,8	3,5	1,7	2,3	5,5	2,7	5,4	0,5	11,4
De Administraciones públicas	0,3	1,2	0,5	1,1	1,4	1,1	2,4	0,2	1,9	1,0	3,7
De otros sectores	1,4	0,2	— 1,3	2,4	0,3	1,2	3,1	2,5	3,5	— 0,5	7,7
Emisión de obligaciones (neto)	— 1,7	2,2	11,9	24,5	22,4	25,9	37,2	29,7	15,1	60,9	44,8
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	—	1,0	— 1,0	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	0,4	1,1	0,4	0,6	3,7	2,0	5,2	1,4	0,6	— 0,8	— 0,8
De otros sectores	— 1,3	— 0,4	—	— 0,1	2,7	1,9	— 0,1	— 0,1	— 0,1	—	— 0,1
Del exterior	1,7	1,5	0,4	0,7	1,0	0,1	5,3	1,5	0,7	— 0,8	— 0,7
Anticipos recibidos por el Tesoro del Banco de España (neto)	— 0,9	— 2,8	1,6	5,0	3,9	— 0,9	2,1	1,5	0,3	6,3	— 13,6
Otros pasivos financieros	2,2	7,8	3,3	— 2,0	4,7	9,4	2,9	4,0	15,5	10,9	— 9,6
Variación neta en pasivos financieros	2,2	10,9	18,8	31,7	39,0	43,3	56,7	40,8	38,3	78,9	32,9
Capacidad de financiación	10,8	—	2,1	—	1,1	—	—	—	2,2	—	8,0

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas en bienes y servicios	2,1	2,9	3,1	3,1	4,5	4,6	4,9	3,8	4,9	5,9	7,6
En el interior	—	—	2,9	2,9	3,6	3,8	4,2	3,8	4,9	—	—
Directos al exterior	—	—	0,2	0,2	0,9	0,8	0,7	—	—	—	—
Sueldos y salarios	5,5	6,5	8,0	7,9	5,1	5,6	6,1	7,4	8,3	8,8	11,5
Intereses	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	0,8	0,5
Transferencias corrientes	1,1	2,6	2,4	3,2	2,6	2,6	3,1	3,3	4,2	3,6	4,3
A Administraciones públicas	—	0,1	0,3	0,8	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8	1,1	1,2
A otros sectores	1,1	2,5	2,1	2,4	1,8	2,0	2,2	2,5	3,3	2,5	3,0
Al exterior	—	—	—	—	—	—	0,2	0,1	0,1	—	0,1
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—	—0,1	—0,1	—0,1	—0,8	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1
Ahorro	0,4	0,6	0,4	1,2	—0,7	—0,8	—0,1	1,6	—0,7	—0,9	—3,1
TOTAL	9,4	12,9	14,3	16,0	11,2	12,4	14,5	16,2	17,2	18,1	20,8
Ingresos de la propiedad y de la empresa	0,5	0,5	0,3	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Impuestos indirectos	2,8	4,0	4,0	4,3	3,0	3,1	2,8	3,2	3,1	1,5	2,0
Impuestos directos	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	0,1
Derechos obligatorios, nominales, multas y sanciones	1,6	2,4	2,5	2,3	1,8	2,1	1,6	2,0	1,1	1,2	2,6
Transferencias corrientes	4,5	5,9	7,3	8,9	6,0	6,6	9,5	10,3	12,2	15,1	15,8
De las Administraciones públicas	4,0	4,9	6,3	7,3	4,5	4,4	6,9	6,7	8,5	10,4	10,6
De otros sectores	0,5	1,0	1,0	1,6	1,5	2,2	2,6	3,6	3,7	4,7	5,2
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(a) Los organismos autónomos administrativos son uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	2,7	3,7	5,5	6,1	5,8	7,0	8,3	8,4	10,3	12,9	18,2
Compras netas de terrenos	—	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	—	0,2	0,1
Transferencias de capital	0,8	—	0,3	0,6	0,5	0,9	0,3	0,3	0,5	0,5	1,1
A Administraciones públicas	0,6	—	0,1	0,3	0,3	0,5	—	—	—	—	0,1
A otros sectores	0,2	—	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	1,0
Capacidad de financiación	0,2	1,5	—	0,3	0,4	—	0,7	3,7	1,0	2,1	0,1
TOTAL	3,7	5,5	6,0	7,2	6,9	8,1	9,6	12,5	11,8	15,7	20,5
Ahorro	0,4	0,6	0,4	1,2	— 0,7	— 0,8	— 0,1	1,6	— 0,7	— 1,0	— 3,1
Transferencias de capital	3,3	4,9	4,9	6,0	7,5	8,6	9,7	11,0	12,5	16,7	23,5
De Administraciones públicas	3,3	4,9	4,9	6,0	7,5	8,6	9,7	11,0	12,5	16,7	23,5
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Necesidad de financiación	—	—	0,7	—	—	0,3	—	—	—	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Organismos autónomos administrativos (a)
Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	—	0,8	—	—0,1	0,4	0,6	1,7	1,3	1,2	4,5	4,0
Variación en otros depósitos	0,1	0,5	0,3	0,6	1,2	—1,2	0,8	2,1	1,8	—	—1,7
En Administraciones públicas	0,1	0,5	0,3	0,6	1,2	—1,2	0,8	2,1	1,8	—	—1,7
Adquisición de obligaciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Obligaciones de empresas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Adquisiciones de acciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	0,2	—0,1	0,6	0,1	0,1	0,2	—	0,1	—	—	—0,7
Préstamos concedidos a medio y largo plazo (neto)	0,2	—0,3	0,2	—	0,8	1,1	0,8	0,8	1,7	1,8	2,5
A Administraciones públicas	—	—	0,1	—	—	—	—	—	—	—	—
A otros sectores	0,2	—0,3	0,1	—	0,8	1,1	0,8	0,8	1,7	1,8	2,5
Otros activos financieros	—	—	—	1,3	—1,1	1,4	—0,2	1,5	—2,1	0,6	2,6
Variación neta en activos financieros	0,5	1,6	1,1	1,8	1,4	2,2	3,0	5,9	2,6	6,9	6,7
Necesidad de financiación	—	—	0,7	—	—	0,3	—	—	—	—	—
TOTAL	0,5	1,6	1,8	1,8	1,4	2,5	3,0	5,9	2,6	6,9	6,7
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	—	—	1,0	—	—	—	—	—	—0,1	—	—
Emisión de obligaciones (neto)	—	0,1	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—
De Deuda pública	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	—	—0,1	—0,1	0,2	—	—	—	—	—	—
De Administraciones públicas	—	—	—	0,1	0,2	—	—	—	—	—	—
De otros sectores	—	—	—0,1	—0,2	—	—	—	—	—	—	—
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	—0,3	—	0,9	1,6	0,8	0,6	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6
De Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—0,2	—	—	—	—
De otros sectores	—0,3	—	—0,9	1,6	0,8	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6
Otros pasivos financieros	0,6	—	—	—	—	1,8	1,7	1,2	0,4	3,4	5,0
Variación neta en pasivos financieros	0,3	0,1	1,8	1,5	1,0	2,5	2,3	2,2	1,6	4,8	6,6
Capacidad de financiación	0,2	1,5	—	0,3	0,4	—	0,7	3,7	1,0	2,1	0,1

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas en bienes y servicios	2,0	2,9	2,8	3,1	3,1	3,5	4,3	4,9	5,0	7,0	5,8
Sueldos y salarios	7,9	9,7	11,4	12,3	14,3	17,0	19,9	23,4	29,2	33,0	35,6
Intereses	0,9	1,0	1,3	1,3	1,1	1,5	1,4	1,7	1,9	2,2	2,6
Transferencias corrientes	0,4	1,0	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,5	2,2	2,3	2,7
A Administraciones públicas	—	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,9	0,9	1,0
A otros sectores	0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,9	1,1	1,3	1,4	1,7
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Subvenciones	—	—	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1	1,4	2,0	2,0
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	0,6	0,3	0,1	0,7	—0,2	—0,6	1,0	—0,4	—0,7	—0,7	—0,4
Ahorro	1,4	1,7	1,1	2,6	6,6	6,9	9,5	9,6	9,9	9,5	11,5
TOTAL	13,5	16,9	17,8	20,8	26,1	29,5	38,0	41,9	49,0	55,3	59,9
Ingresos de la propiedad de la empresa	1,5	1,7	0,9	1,0	2,4	2,2	2,1	2,7	3,2	3,8	4,1
Impuestos indirectos	4,2	1,7	1,8	2,1	2,9	3,6	4,5	5,6	7,3	8,1	9,4
Impuestos directos	7,5	8,9	9,8	9,2	8,5	8,1	9,0	7,7	9,4	11,3	11,8
Derechos obligatorios y nominales, multas y sanciones	0,1	0,3	0,7	0,7	1,0	0,7	2,7	3,5	2,1	1,7	2,4
Transferencias corrientes	0,2	4,3	4,6	7,8	11,4	14,8	19,7	22,4	27,1	30,4	32,2
De las Administraciones públicas	0,2	4,2	4,6	7,7	11,3	14,7	19,6	22,2	26,9	30,3	32,0
De otros sectores	—	0,1	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(a) Las Corporaciones locales son uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo.	4,5	5,2	6,5	7,6	8,4	8,4	9,2	15,0	13,4	17,3	21,8
Compras netas de terrenos	—0,8	—0,6	—1,2	—1,4	—0,8	—0,4	0,3	0,5	0,9	1,7	1,2
Transferencias de capital	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	0,1	—	0,1	—	0,1
A Administraciones públicas	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,8	0,1	—	0,1	—	0,1
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Capacidad de financiación	—	—	—	—	1,4	1,6	4,9	—	2,2	—	—
TOTAL	3,8	4,8	5,4	6,7	9,5	11,1	14,5	15,5	16,6	19,0	23,1
Ahorro	1,4	1,7	1,1	2,6	6,6	6,9	9,5	9,6	9,9	9,5	11,5
Impuestos sobre el capital	1,5	1,7	2,2	2,5	2,7	3,7	4,5	3,9	6,1	6,3	8,2
Transferencias de capital	0,8	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,7
De Administraciones públicas	0,8	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,7
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Necesidad de financiación	—	0,9	1,8	1,4	—	—	—	1,5	—	2,4	2,7

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Corporaciones locales (a)
Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	0,4	—0,8	0,3	0,1	2,0	2,7	4,9	5,1	1,8	3,5	3,8
Variación en otros depósitos	0,3	0,7	0,4	0,5	0,2	1,0	2,1	—1,9	0,1	1,1	0,9
En Administraciones públicas	0,3	0,7	0,4	0,5	0,2	4,0	2,1	—1,9	—	—	0,9
Adquisiciones de obligaciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1
Deuda pública	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1
Obligaciones de empresas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Adquisiciones de acciones (neto)	—	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—	—
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—	—	—	—	—0,1	—	—	—	—	—	—
Préstamos concedidos a medio y largo plazo (neto)	—0,9	—0,1	—	—	—	—	—	—0,1	—0,2	—	—
Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
A otros sectores	—0,9	—0,1	—	—	—	—	—	—0,1	—0,2	—	—
Otros activos financieros	0,8	—	—	—	1,3	—0,5	—0,7	—	3,0	3,9	4,2
Variación neta en activos financieros	1,4	—0,1	0,7	0,6	3,4	3,2	6,4	3,2	4,7	8,5	9,0
Necesidad de financiación	—	0,9	1,8	1,4	—	—	—	1,5	—	2,4	2,7
TOTAL	1,4	0,7	2,5	2,0	3,4	3,2	6,4	4,7	4,7	10,9	11,7
Variación en otros depósitos recibidos (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Emisión de obligaciones (neto)	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	0,2	0,3	—0,1	—0,3	—
Deuda pública	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	—0,1	0,2	0,3	—0,1	—0,3	—
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	0,3	0,6	1,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,4
De Administraciones públicas	—	—	0,8	0,2	0,1	—	—	—	—	—	—
De otros sectores	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,4
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	1,2	0,2	1,4	1,4	1,5	1,1	0,6	3,9	1,8	3,7	4,3
De Administraciones públicas	—	—	0,1	—	—	—	0,1	—	0,2	0,3	0,3
De otros sectores	1,2	0,2	1,3	1,4	1,5	1,1	0,5	3,9	1,6	3,4	4,0
Otros pasivos financieros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,7	6,0
Variación neta en pasivos financieros	1,4	0,7	2,5	2,0	2,0	1,6	1,5	4,7	2,5	—	11,7
Capacidad de financiación	—	—	—	—	1,4	1,6	4,9	—	2,2	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas

Seguridad Social (a)

Cuenta de ingresos y gastos

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Compras netas de bienes y servicios	4.0	5.1	5.8	8.7	10.1	15.1	20.4	23.6	32.4	40.9	61.5
Sueldos y salarios	5.5	7.7	8.7	9.1	10.9	13.7	15.1	18.0	21.3	26.2	32.6
Intereses	—	—	—	—	—	—	—	—	0.1	0.1	—
Prestaciones sociales	14.4	17.3	21.6	24.7	29.2	68.2	78.0	94.1	108.6	143.3	172.6
Subvenciones	—	—	—	—	—	—	0.7	—	—	—	—
Transferencias corrientes	0.2	0.4	0.4	0.3	0.7	2.5	0.8	0.9	1.0	0.2	0.4
A Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	0.1	0.1	0.6	0.2	0.2
A otros sectores	0.2	0.4	0.4	0.3	0.7	2.5	0.7	0.8	0.4	—	0.2
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Diferencia entre ingresos y gastos no clasificados	—	0.2	—0.9	—0.3	0.2	3.5	0.9	3.0	0.1	1.6	—0.2
Ahorro	5.2	8.9	9.7	9.9	4.4	24.1	21.0	20.6	14.4	9.3	20.6
TOTAL	29.3	39.6	47.0	52.4	55.6	127.2	135.2	160.2	178.0	221.6	287.6
Ingresos de la propiedad y de la empresa (b)	1.4	1.7	2.3	2.4	2.7	3.1	3.4	4.3	5.2	7.4	8.3
Contribuciones a la Seguridad Social	27.3	35.1	43.5	48.9	51.9	120.3	128.2	147.4	163.7	201.1	262.5
De empresas	20.6	26.1	32.3	37.1	38.6	100.8	104.3	120.1	132.9	159.6	209.8
De familias	6.7	9.0	11.2	11.8	13.3	19.1	23.6	27.3	30.8	41.5	52.7
Del exterior	—	—	—	—	—	0.4	0.3	—	—	—	—
Transferencias corrientes	0.6	2.8	1.1	1.1	1.1	3.9	3.7	8.5	9.0	13.1	16.7
De Administraciones públicas	0.6	2.8	1.1	1.1	1.1	3.9	3.6	8.5	8.8	12.9	16.7
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	0.1	—	0.2	0.2	—

(a) La Seguridad Social es uno de los componentes de las Administraciones públicas. Véase nota al Apéndice 58.

(b) En 1971 se incluyen 2,1 en concepto de «Impuestos directos»; en 1972, 2,9 por igual concepto.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Administraciones públicas
Seguridad Social (a)
Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Formación bruta de capital fijo	0,5	0,2	1,4	2,1	2,3	2,0	1,9	2,4	5,6	6,2	7,4
Compras netas de terrenos	—	—	—	—	—	—	—	0,2	—	—	0,4
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	6,6	6,6	0,6	—
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	6,6	6,5	0,6	—
Al exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	0,1	—	—
Capacidad de financiación	4,7	8,7	8,3	7,8	2,1	22,1	19,2	11,8	2,6	2,5	12,7
TOTAL	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	21,1	14,8	9,3	20,6
Ahorro	5,2	8,9	9,7	9,9	4,4	24,1	21,0	20,6	14,4	9,3	20,6
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—	—
De otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—	—
Del exterior	—	—	—	—	—	—	—	—	0,4	—	—

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones Públicas.

Administraciones públicas

Seguridad Social (a)

Cuenta financiera

Miles de millones de pesetas

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Variación en caja y depósitos transferibles	2,9	4,9	2,5	3,3	— 2,8	19,7	11,1	9,6	4,0	4,1	6,4
Variación en otros depósitos	—	—	0,2	—	—	1,4	— 0,4	— 0,1	0,3	— 0,3	4,5
A Administraciones públicas	—	—	0,2	—	—	1,4	— 0,4	— 0,1	—	—	4,5
A otros sectores	—	—	—	—	—	—	—	—	0,3	— 0,3	—
Adquisición de obligaciones (neto)	1,5	4,5	5,7	4,4	4,1	0,1	5,7	4,2	— 0,7	— 1,6	— 3,4
Deuda pública	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	— 0,1	— 1,9	— 1,0	— 0,9	—
De obligaciones de empresas	1,4	4,2	5,4	4,1	3,8	—	5,8	6,1	0,8	— 0,7	— 3,4
Adquisición de acciones (neto)	—	— 0,5	—	—	—	—	0,1	0,2	0,3	0,6	1,8
Préstamos concedidos a corto plazo (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	0,5	—	—
Préstamos concedidos a largo plazo (neto)	0,3	0,1	0,2	0,6	0,9	0,9	2,0	1,3	1,2	1,0	1,0
Otros activos financieros	—	—	—	—	—	—	0,3	6,5	— 3,6	— 0,7	2,5
Variación neta en activos financieros	4,7	9,0	8,3	8,3	2,1	22,1	18,9	21,7	2,5	3,1	12,7
Necesidad de financiación	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
TOTAL	4,7	9,0	8,3	8,3	2,1	22,1	18,9	21,7	2,5	3,1	12,7
Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	—	0,3	—	0,5	0,1	—	—	—	—	—	—
De Administraciones públicas	—	0,3	—	0,5	—	—	—	—	—	—	—
De otros sectores	—	—	—	—	0,1	—	—	—	—	—	—
Préstamos recibidos a largo plazo (neto)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
De Administraciones públicas	—	—	—	—	—	—	— 0,2	—	—	—	—
Otros pasivos financieros	—	—	—	—	—	—	—	8,9	— 0,1	0,6	—
Variación neta en pasivos financieros	—	0,3	—	0,5	0,1	—	— 0,2	8,9	— 0,1	0,6	—
Capacidad de financiación	4,7	8,7	8,3	7,8	2,1	22,1	19,2	11,8	2,6	2,5	12,7

(a) Véase nota al Apéndice 58.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Administraciones públicas.

Empresas públicas

Clasificación por sectores

Miles de millones de pesetas

	Cuenta de producción				Cuenta de ingresos y gastos				Cuenta de capital				Cuenta financiera			
	1966	1967	1968	1969	1966	1967	1968	1969	1966	1967	1968	1969	1966	1967	1968	1969
Agricultura, silvicultura y pesca	0,3	0,3	0,3	0,3	—	0,1	—	0,1	1,2	1,2	1,3	1,4	0,1	0,1	0,1	—
Industrias extractivas	3,4	4,2	6,7	8,3	1,2	0,1	0,1	1,0	1,5	1,0	3,4	4,3	1,3	2,1	4,2	11,4
Industrias manufactureras	78,0	76,8	80,2	92,7	4,9	3,5	5,1	6,8	17,2	15,7	13,7	16,0	15,3	16,2	10,0	12,8
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	19,4	23,3	21,8	25,5	0,1	0,7	0,3	0,7	0,6	2,9	0,8	0,4	1,9	5,9	—	0,7
Textiles	0,5	0,7	0,8	0,9	—	—	0,1	—	0,3	0,3	0,2	0,1	0,6	0,3	0,3	0,1
Papel, impresión y edición	3,2	2,8	3,1	3,0	0,2	0,2	0,5	0,7	1,5	0,2	0,3	0,4	1,5	0,1	0,2	0,1
Químicas y conexas	18,7	21,2	24,4	25,6	1,6	1,8	1,9	2,2	4,5	2,8	4,0	5,7	2,3	1,8	1,5	2,5
Metálicas básicas	10,2	13,0	12,3	17,2	0,9	1,4	1,2	2,2	6,3	9,7	7,2	7,1	5,4	8,0	5,8	5,7
Metalúrgica de transformación	1,4	1,5	1,7	1,8	—	0,1	0,3	0,2	—	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3
Material de transporte	24,0	13,8	15,5	18,2	1,8	0,6	0,8	0,8	3,8	0,3	3,0	3,1	3,3	1,0	2,7	5,3
Otras manufacturas	0,4	0,5	0,6	0,6	—	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	—	0,1
Agua, gas y electricidad	7,9	11,7	11,6	12,2	2,8	0,3	3,6	3,6	7,4	6,6	5,5	5,7	4,6	6,6	2,8	3,0
Electricidad, gas y vapor	6,2	9,8	8,6	9,1	2,2	2,5	2,2	2,3	5,1	4,4	2,8	3,3	4,5	5,0	1,6	2,0
Distribución agua	1,7	1,9	3,0	3,1	0,6	0,7	1,4	1,3	2,3	2,2	2,7	2,4	0,1	1,6	1,1	1,0
Construcción	3,3	2,2	1,8	2,0	0,4	0,2	0,1	—	0,7	0,9	1,0	1,1	0,4	0,1	0,1	0,7
Vivienda	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Urbanismos	0,7	0,1	0,2	0,2	—	0,1	0,1	—	0,6	0,5	0,9	1,0	0,2	—	0,5	0,4
Obras Públicas	2,6	2,0	1,6	1,8	0,4	0,1	—	—	0,1	0,5	0,1	—	0,2	0,1	0,6	0,3
Transportes y comunicaciones	46,7	47,4	54,6	62,4	3,7	6,1	8,5	9,9	23,3	27,1	30,0	31,5	10,7	22,2	18,9	19,9
Transportes marítimos	3,0	3,2	3,2	3,6	0,5	0,8	0,9	1,2	2,6	3,7	2,7	2,8	0,5	1,3	0,2	0,7
Transportes ferroviarios	16,0	17,0	17,3	18,0	0,7	0,7	0,5	0,1	8,4	8,4	8,2	7,2	4,4	4,3	2,2	2,3
Transportes aéreos	8,1	8,4	12,9	16,6	0,8	0,8	1,6	2,3	1,0	4,3	6,9	6,0	0,8	3,8	6,0	4,2
Otros transportes	1,9	3,5	3,8	3,8	0,2	0,7	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6	—	1,4	1,4	1,1	0,2
Comunicaciones	17,7	15,4	17,4	20,3	1,8	4,5	6,1	6,9	11,0	11,1	11,9	16,6	13,7	12,7	12,0	13,6
Comercio	15,2	19,6	23,0	22,2	0,7	1,3	6,3	7,2	4,7	10,9	4,8	10,5	9,7	9,8	12,3	30,6
Servicios	2,8	3,5	3,9	3,5	0,4	0,5	0,5	0,1	11,3	10,6	8,8	11,9	2,0	2,0	3,1	3,6
Alquiler de viviendas	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,1	10,9	10,1	8,7	11,9	1,6	1,7	2,9	3,0
Otros servicios	2,4	2,9	3,3	3,0	—	0,1	0,1	—	0,4	0,4	0,2	—	0,5	0,2	0,3	0,6
TOTAL	157,6	165,8	182,0	203,6	14,0	14,6	21,4	26,6	67,2	74,0	67,0	78,5	44,2	59,1	50,8	78,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Empresas Públicas.

Empresas Públicas (a)

Cuenta de producción

Miles de millones de pesetas

	1966	1967	1968	1969		1966	1967	1968	1969
Consumo Intermedio	84,0	85,5	86,8	98,3	Producción típica	146,6	159,8	174,9	195,0
Sueldos y salarios	38,3	42,3	47,5	53,0	Producción atípica	11,0	6,0	7,1	8,6
Impuestos indirectos	21,7	23,9	27,9	31,3					
Menos subvenciones	— 8,2 —	8,3 —	11,0 —	16,7					
Consumo de capital fijo	9,6	10,3	12,7	15,7					
Excedentes de explotación	12,1	11,9	18,1	22,2					
TOTAL	157,6	165,8	182,0	203,6	PRODUCCIÓN BRUTA	157,6	165,8	182,0	203,6

Cuenta de Ingresos y Gastos

	1966	1967	1968	1969		1966	1967	1968	1969
Rentas de la propiedad	11,6	13,4	15,5	18,2	Excedentes de explotación	12,1	12,0	18,1	22,2
Primas netas de Seguridad Social	0,5	0,5	0,8	0,8	Rentas de la propiedad	1,8	2,7	3,2	3,8
Impuestos Directos	0	1,6	1,7	1,9	Indemnización de Seguros de accidentes	0,1	—	0,1	0,6
Multas y sanciones	—	—	—	—					
Transferencias corrientes	0,3	0,4	—	4,1					
A Administraciones Públicas	0,2	0,2	—	0,5					
A otras empresas Públicas	—	—	—	3,6					
A otros sectores	0,1	0,2	—	—					
Al exterior	—	—	—	—					
Diferencias entre ingresos y pagos no clasificados	—	0,3	0,6	0,7					
Ahorro	0,7	—1,7	2,8	0,9					
GASTOS	14,0	14,6	21,4	26,6	INGRESOS	14,0	14,6	21,4	26,6

(a) Incluye Servicios Comerciales del Estado, Organismos Autónomos industriales y comerciales, empresas controladas por el Estado (cuasi-sociedades, sociedades con participación mayoritaria del Estado y empresas privadas controladas por el Estado), sociedades controladas por el I. N. I., Servicios industriales y Comerciales de las Corporaciones Locales y empresas controladas por las Corporaciones Locales. Al ser una cuenta consolidada, sus cifras no coinciden con la suma acumulada de sus distintos componentes.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Empresas Públicas.

Empresas públicas (a)

Cuenta de capital

Miles de millones de pesetas

	1966	1967	1968	1969		1966	1967	1968	1969
Variación de existencias	11,3	11,2	2,1	8,6	Ahorro	0,7	— 1,7	2,8	0,9
Formación bruta de capital fijo	51,3	56,4	62,6	65,5	Consumo de capital fijo	9,6	10,3	12,7	15,7
Compras netas de terrenos	0,5	3,8	0,9	1,0	Enajenación de capital fijo	0,7	4,8	7	1,7
Compras netas de activos intangibles	—	0,1	0,4	—	Transferencias de capital	17,7	14,3	19,1	22,5
Transferencias de capital	4,0	2,5	,9	3,4	Necesidad de financiación	38,5	46,2	32,7	37,8
Capacidad de financiación	—	—	—	—					
Inversión bruta mas transferencias de capital fijo	67,2	74,0	67,9	78,5	Financiación de la inversión bruta ..	67,2	74,0	67,9	78,5

Cuenta financiera

Variación de caja y depósitos transferibles	3,0	2,5	2,0	2,8	Emisión de obligaciones (neto)	5,0	5,7	4,4	6,2
Moneda extranjera	—	—	0,1	—	Emisión de acciones	5,2	6,3	7,6	11,4
Moneda nacional	—	2,5	1,9	2,8	Préstamos recibidos a corto plazo (neto)	4,6	0,4	0,3	— 0,9
Variación en otros depósitos	0,1	1,1	3,3	0,8	Préstamos recibidos a medio y largo plazo (neto)	10,0	34,1	24,2	55,8
Adquisición de obligaciones (neto)	— 1,1	0,1	—	0,1	Aportación neta de los propietarios	2,3	1,5	0,8	7,6
Deuda Pública	—	—	—	—	Créditos comerciales y anticipos ..	16,4	4,4	3,1	1,3
Obligaciones	—	0,1	—	0,1	Otros créditos financieros	0,8	6,8	10,4	— 3,0
Adquisición de acciones (neto)	1,8	0,3	1,1	1,2					
Préstamos concedidos a corto plazo	0,2	1,7	2,2	— 3,6	Variación neta de pasivos financieros	44,2	59,1	50,8	78,3
Préstamos concedidos a medio y largo plazo ..	— 1,1	0,6	— 1,4	20,0	Capacidad de financiación	—	—	—	—
Créditos comerciales y anticipos	6,3	3,1	2,7	12,4					
Otros activos financieros	— 3,5	3,3	8,2	6,8	Total	44,2	59,1	50,8	78,3
Variación neta de activos financieros	5,7	12,9	18,1	40,5					
Necesidad de financiación	38,5	46,2	32,7	37,8					
TOTAL	44,2	59,1	50,8	78,3					

(a) Incluye Servicios Comerciales del Estado, Organismos Autónomos industriales y comerciales, empresas controladas por el Estado (cuasi-sociedades, sociedades con participación mayoritaria del Estado y empresas privadas controladas por el Estado), sociedades controladas por el I.N.I., servicios industriales y comerciales de las Corporaciones Locales y empresas controladas por las Corporaciones Locales.

FUENTE: Ministerio de Hacienda. Cuentas de las Empresas Públicas.

Reservas internacionales

Millones de dólares

	Reservas a 31 diciembre 1973	V A R I A C I O N											
		1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
1. Oro.....	602	130	127	42	194	— 24	—	—	—	—286	»	43	61
2. Divisas convertibles.....	5.765	17	—45	265	—330	—154	13	41	134	689	1.321	1.658	1.627
3. Posición Banca delegada.....	124	—5	4	7	10	— 16	1	8	— 2	44	32	43	43
4. Posición de reserva en F. M. I..	125	15	16	52	35	25	—166	—	—	45	59	9	12
5. Derechos especiales de giro ..	155	—	—	—	—	—	—	—	—	44	43	53	15
6. Total activos exteriores (1 a 5)	6.771	157	102	366	— 91	—169	—152	49	132	536	1.392	1.806	1.756
7. Pasivos exteriores.....	4	—	—	—	13	36	5	3	394	—362	—70	— 8	—5
8. Reservas oficiales netas (6-7)	6.767	157	102	366	—104	—205	—157	46	—262	898	1.462	1.814	1.761
9. Divisas no convertibles.....	32	16	—11	—16	— 8	22	32	15	— 3	8	—21	—40	31
10. Total reservas (8+9).....	6.799	173	91	350	—112	—183	—125	61	—265	906	1.441	1.774	1.792
11. Otras operaciones (a).....	—	51	55	13	12	8	—	—	—	—	—	—	—
12. Variación reservas B. de P. (10+11).....	6.799	224	146	363	—100	—175	—125	61	—265	906	1.441	1.774	1.792

(a) Variación de saldos en pesetas en poder del Gobierno de Estados Unidos, A. M. E. y otras partidas.

Balanza de pagos

Millones de pesetas

CONCEPTO	1971			1972			1973		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
I. Balanza comercial	208.488	320.418	-111.930	252.748	402.093	-149.345	313.481	519.205	-205.724
II. Balanza de servicios	208.096	89.950	118.146	240.562	110.241	130.321	300.514	144.529	155.985
Fletes y seguros en transportes de mercancías, pasajes y otros transportes	34.230	32.137	2.093	38.829	39.398	-569	44.084	47.244	-3.160
Turismo y viajes	143.815	12.348	131.467	160.851	17.031	143.820	189.523	22.520	167.003
Rentas de inversión	7.581	17.983	-10.402	10.593	21.924	-11.331	19.917	24.872	-4.955
Transacciones gubernamentales	4.914	4.865	49	5.769	5.396	373	4.056	7.736	-3.680
Asistencia técnica y royalties	1.183	10.850	-9.667	1.332	12.808	-11.476	1.678	15.201	-13.523
Otros servicios	16.373	11.667	4.606	23.188	13.684	9.504	41.256	26.956	14.300
TOTAL BIENES Y SERVICIOS (I+II)	416.584	410.368	6.216	493.310	512.334	-19.024	613.995	663.734	-49.739
III. Transferencias	56.602	2.891	53.711	61.340	5.500	55.840	89.607	7.561	82.046
Privadas	56.602	2.569	54.033	61.338	4.910	56.428	89.557	7.068	82.489
Públicas	—	322	-322	2	590	-588	50	493	-443
TOTAL OPERACIONES CORRIENTES (I+II+III)	473.186	413.259	59.927	554.650	517.834	36.816	703.602	671.295	32.307
IV. Capital a largo plazo	94.451	59.528	34.923	115.240	55.177	60.063	135.971	91.417	44.554
A. Capital privado	91.623	49.511	42.112	109.060	48.826	60.234	132.424	85.240	47.184
Inversiones de extranjeros en España	86.583	36.113	50.470	102.609	33.672	68.937	123.385	63.742	59.643
Inversiones directas	16.884	2.785	14.098	20.175	2.414	17.761	28.254	4.750	23.504
Inversiones en cartera	4.403	2.625	1.778	9.569	7.327	2.242	15.976	8.589	7.387
Inversiones en inmuebles	18.403	126	18.277	25.880	421	25.459	34.502	332	34.170
Créditos comerciales de importación	12.075	10.360	1.715	6.709	—	6.709	8.093	6.941	1.152
Préstamos Eximbank y D. L. F.	3.416	3.521	-105	4.230	3.536	-694	5.335	2.680	2.655
Préstamos a empresas	31.402	16.695	14.707	36.046	19.974	16.072	31.225	40.450	-9.225
Inversiones españolas en el extranjero	5.040	13.398	-8.358	6.451	15.154	-8.703	9.039	21.498	-12.459
B. Capital público	2.828	10.017	-7.189	6.180	6.351	-171	3.547	6.177	-2.630
BALANZA BASICA (I+II+III+IV)	567.637	472.787	94.850	669.890	573.011	96.879	839.573	762.712	76.861
V. Errores y omisiones	—	6.839	-6.839	2.341	—	2.341	2.033	—	2.033
VI. Capital a corto plazo .....	...	...	...	2.551	5.562	-3.011	11.501	—	11.501
Operaciones de la banca según circular 242 .....	...	...	...	2.551	—	2.551	9.937	—	9.937
Otro capital a corto plazo .....	...	...	...	—	5.562	-5.562	1.564	—	1.564
VII. Variación saldo cuentas en pesetas convertibles	9.940	—	9.940	5.327	—	5.327	—	18.455	-18.455
VIII. Contrapartida D. E. G.	2.961	—	2.961	2.931	—	2.931	—	—	—
IX. Diferencias de valoración	—	—	—	—	8.050	-8.050	—	153	-153
X. Variación de reservas	—	100.912	-100.912	—	96.417	-96.417	—	71.787	-71.787

Economía internacional: Principales medidas de política monetaria adoptadas desde enero de 1973 sobre cambios y movimientos de capital

1973	
Enero.	<p>Alemania: Restricciones sobre la compra de valores alemanes por las sucursales de bancos extranjeros.</p> <p>Francia: Las empresas francesas están autorizadas a obtener créditos en el exterior, siempre que se utilicen para financiar proyectos en el extranjero.</p> <p>— Se reduce del 10 por 100 al 7 por 100 el coeficiente de efectos a plazo medio que han de mantener los bancos.</p> <p>Italia: Se reducen sustancialmente los plazos para el pago adelantado de importaciones y el cobro diferido de exportaciones.</p> <p>— Se establece un doble mercado de cambios, en que las operaciones por cuenta corriente se liquidarán a un cambio intervenido, mientras las operaciones financieras lo serán a un cambio libre.</p> <p>Japón: Elevación del coeficiente de reservas obligatorias de los bancos.</p> <p>Suiza: Medidas anti-inflacionistas orientadas a controlar el crecimiento del crédito y la liquidez bancarios.</p> <p>— El Banco Nacional suspende su intervención en el mercado de cambios</p> <p>— Se restablece la obligación para los bancos de equilibrar su posición diaria de activos y pasivos en moneda extranjera.</p>
Febrero.	<p>Alemania: Nuevas restricciones a las entradas de capital mediante la exigencia de autorización previa para las compras de valores alemanes por extranjeros, los préstamos exteriores superiores a 50.000 marcos y las inversiones de no residentes superiores a 500.000 marcos. Se decide también elevar el depósito obligatorio sobre préstamos exteriores del 50 al 100 por 100.</p> <p>— Los bancos solo podrán utilizar hasta el 60 por 100 de sus líneas de redescuento.</p> <p>Bélgica: Se elevan los coeficientes de reservas obligatorias de los bancos, con especial referencia a las posiciones en el mercado de cambios.</p> <p>Estados Unidos: Junto con la devaluación del dólar, se anuncian medidas para levantar los obstáculos a los movimientos de capitales.</p> <p>Italia: Las operaciones en billetes extranjeros habrán de efectuarse en el mercado financiero.</p> <p>— Nuevo endurecimiento de la obligación de ceder a las autoridades la moneda extranjera o abonarla en cuenta extranjera.</p>
Marzo.	<p>Alemania: Revaluación del marco en un 3 por 100.</p> <p>Bélgica: Tipo de interés negativo sobre las cuentas bancarias de no residentes.</p> <p>Francia: Mayores restricciones sobre las cuentas bancarias de no residentes, prohibiendo el pago de intereses, su utilización para la compra de obligaciones a corto plazo e imponiendo un coeficiente del 100 por 100 sobre sus incrementos.</p> <p>— Posterior reforzamiento de las anteriores medidas.</p> <p>Gran Bretaña: Se establece un sistema diferente de depósitos obligatorios respecto de los pasivos interiores y exteriores de los bancos.</p> <p>— Se restablece la garantía de cambio sobre los créditos obtenidos en el exterior por organismos y empresas públicas.</p> <p>Italia: Renovación de acuerdos «swaps» mediante los que el banco central obtiene dólares contra liras de los bancos comerciales.</p> <p>Países Bajos: Interés negativo sobre cuentas bancarias de no residentes.</p> <p>— Depósito obligatorio del 50 por 100 del incremento de los depósitos de no residentes.</p> <p>Suiza: Se intensifican las medidas restrictivas sobre cuentas de no residentes.</p> <p>— Limitación al 35 por 100 de las emisiones de obligaciones que pueden comprar los extranjeros.</p> <p>Varios países: El día 2 cierran los mercados de cambios de los principales países.</p> <p>— Los miembros de la C. E. E., a excepción de Gran Bretaña, Irlanda e Italia, establecen una banda de 2,25 por 100 de fluctuación entre sus respectivas monedas. Posteriormente, Suecia y Noruega se adhieren a este acuerdo.</p> <p>— Los días 19 y 20 vuelven a abrirse los mercados de cambios.</p>
Abril.	<p>Estados Unidos: Se extiende la vigencia del impuesto de igualación de intereses hasta junio 1974.</p> <p>Japón: Dentro de un programa anti-inflacionista, se liberalizan las importaciones.</p> <p>Países Bajos: Se incrementa al 80 por 100 el depósito obligatorio sobre depósitos de no residentes.</p>

Abril.	<p>Suiza: Se reduce la cuantía máxima, de 1 millón a 0,5 millones de francos, por la que pueden endeudarse en el exterior los particulares y empresas.</p> <p>Varios países: Se establece el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria con sede en Luxemburgo.</p>
Mayo.	<p>Estados Unidos: Se levanta el techo de la Regulación Q limitando el interés sobre certificados de depósito y se liberaliza la obtención de fondos en el mercado del eurodólar por los bancos.</p> <p>Japón: Se liberaliza la inversión directa extranjera en empresas japonesas.</p> <p>— Se liberaliza el sistema de inversiones japonesas en el extranjero.</p> <p>Países Bajos: Se suprime el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p>
Junio.	<p>Alemania: La compra de títulos a residentes por no residentes necesita previa autorización.</p> <p>— Se incrementan los pasivos extranjeros sujetos a reservas obligatorias.</p> <p>— Revaluación del marco en un 5,5 por 100.</p> <p>— La obtención de créditos exteriores por exportadores exentos de autorización previa cuando dichos créditos están denominados en moneda extranjera.</p> <p>Bélgica: Extensión hasta septiembre del acuerdo congelando fondos en depósitos obligatorios en el banco central.</p> <p>Italia: Se extiende la vigencia de acuerdos «swaps» entre el banco central y los bancos comerciales.</p> <p>— Se anuncia la puesta en práctica de créditos mutuos con otros bancos centrales y el lanzamiento de empréstitos en los mercados financieros internacionales por parte de empresas públicas.</p> <p>— Francia y Alemania amplían sus facilidades de crédito a Italia en el marco del sistema de apoyo de la C. E. E.</p> <p>Varios países: Los principales países exportadores de petróleo elevan en un 11,9 por 100 el precio en dólares del petróleo para compensar la devaluación de aquella moneda.</p>
Julio.	<p>Alemania: Se intensifican las restricciones de la compra de valores por no residentes.</p> <p>Estados Unidos: La Reserva Federal anuncia que se han ampliado en 6.250 millones de dólares sus acuerdos «swaps» con otros bancos centrales de 14 países.</p> <p>Francia: Incremento del coeficiente de reservas sobre depósitos tanto de residentes como de no residentes.</p> <p>Italia: Se anuncian una serie de préstamos a entidades del sector público obtenidos en el exterior por un valor de 2.050 millones de dólares.</p> <p>— Se anuncia la concesión por parte de Suiza de una línea de crédito de 250 millones de dólares, con lo que el total disponible en Europa se eleva a 3.050 millones de dólares.</p> <p>— Se toman medidas para limitar las salidas de capitales: en relación a la colocación de fondos en el exterior y al pago de importaciones, a la posición de la banca en divisas y a las operaciones de los cambistas.</p> <p>Suiza: Se atenúa el impacto del interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p>
Agosto.	<p>Francia: Liberalización del control de pagos al exterior.</p>
Septiembre.	<p>Bélgica: Se suspende, con efecto retroactivo desde agosto, el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p> <p>— Tras la revaluación del florín, se introduce de nuevo el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p> <p>Francia: Las autoridades piden a los bancos que no concedan créditos en francos a extranjeros, no hagan operaciones que supongan la adquisición de activos en francos por aquéllos. Estas medidas fueron suspendidas a los ocho días.</p> <p>Países Bajos: El florín es revaluado en un 5 por 100.</p>
Octubre.	<p>Bélgica: Se extiende la aplicación de las medidas restrictivas sobre cuentas en francos B. convertibles.</p> <p>Francia: Se levantan las restricciones cambiarias introducidas en marzo: reservas del 100 por 100 sobre incremento de cuentas extranjeras, prohibición de remunerar los depósitos en francos de no residentes y de colocaciones en el mercado monetario.</p>

Octubre.	<p>Reino Unido: Se atenúan las restricciones a los créditos obtenidos en el exterior por residentes particulares.</p> <p>Varios países: Los países productores de petróleo del Golfo Pérsico elevan los precios del crudo unilateralmente un 70 por 100. Otros países productores anuncian también elevaciones de precios. Los países árabes reducen su producción en un 5 por 100 al mes.</p>
Noviembre.	<p>Japón: El Banco de Japón baja el nivel de su intervención en apoyo del yen a 270 yen/dólar y posteriormente a 275 yen/dólar.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se atenúan las restricciones a las entradas de capitales mediante la compra de acciones y de obligaciones. — El Banco de Japón baja su nivel de intervención a 280 yen/dólar. Se somete a autorización la adquisición por residentes de valores americanos. Se facilita también la utilización de créditos exteriores por empresas japonesas. <p>Suiza: Con el fin de absorber liquidez se endurecen los coeficientes de reservas sobre cuentas de no residentes. También se restringen las condiciones de emisiones extranjeras.</p> <p>Varios países: Los gobernadores de 7 países deciden rescindir el acuerdo de marzo de 1968 estableciendo la no intervención de los bancos centrales en el mercado libre del oro.</p>
Diciembre.	<p>Alemania: Se atenúa la aplicación del depósito obligatorio en efectivo («Bardepot») sobre créditos obtenidos en el exterior.</p> <p>Bélgica: Se suspende el interés negativo sobre cuentas de no residentes.</p> <p>Estados Unidos: Medidas de liberalización de salidas de capitales.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se reduce el impuesto de igualación de intereses. — Se eleva el mínimo exento de reglamentación para inversiones directas en el extranjero de 10 a 20 millones de dólares. — Se facilita la amortización de créditos y la reinversión de beneficios a las empresas con filiales en el extranjero. — Se incrementan los límites de los créditos al exterior que pueden conceder los bancos comerciales. — Se permite a los bancos conceder créditos a más de un año a países industrializados de Europa occidental. <p>Japón: Se reduce el coeficiente de reservas sobre depósitos en yens convertibles de no residentes.</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se reducen las restricciones a las entradas netas de fondos en lo que respecta a la emisión de empréstitos en el exterior y a la posición exterior de los bancos.

Principales medidas de política monetaria adoptadas
en el período enero 1973 - mayo 1974 (a)

1973	
Febrero.	<p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se reduce el coeficiente de fondos públicos del 45 al 40 por 100 y se unifican en el 30 por ciento los distintos porcentajes correspondientes a los créditos especiales, que anteriormente sumaban el 35 por 100. La acomodación a la nueva estructura debe realizarse por tercios en los años 1973 a 1975. (O. M. 31-I-73.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se reduce el coeficiente de inversión de los bancos comerciales y mixtos, salvo el del Banco Exterior, del 22 al 21 por 100 de sus recursos ajenos, y el porcentaje de fondos públicos, del 15 al 14 por 100. (O. M. 31-I-73.)</p> <p>PESETAS CONVERTIBLES: Se obliga a la banca y cajas de ahorro a constituir depósitos especiales en efectivo y sin interés en el Banco de España, equivalentes al incremento que experimenten día a día, a partir del 6 de febrero de 1973, cada una de las cuentas de depósito en pesetas convertibles, cualesquiera sean sus modalidades y plazos, excepto las de ahorro del emigrante, no pudiendo satisfacerse intereses sobre estos aumentos. Los depósitos a plazo vigentes se consideran cancelados a su vencimiento computándose sus prórrogas como nuevos incrementos. (O. M. 6-II-73.)</p> <p>PARIDAD MONETARIA: Se decide, ante la devaluación del dólar por Estados Unidos en un 10 por 100 (de 0,818513 a 0,736662 gramos de oro fino por dólar), mantener la paridad de la peseta respecto al oro, resultando un nuevo cambio central de 58,0263 pesetas por dólar, es decir, una revaluación del 11,11 por 100 frente al dólar. Se mantienen también las bandas de fluctuación del 2,25 sobre el tipo central admitidas en los acuerdos de Washington. Al propio tiempo se instrumenta un mecanismo para compensar las pérdidas y ganancias individuales que, como consecuencia del cambio de valor del dólar, resultaran en los ingresos y pagos por operaciones en curso de comercio exterior. (Acuerdo del Consejo de Ministros 16-II-73 y D. L. y Ordenes Ministeriales 19-II-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del I. E. M. E. primeramente el día 20, de 63,458/618 a 59/16, y más tarde, el día 23, a 58,02/18 pesetas por dólar, con lo que la media de estos últimos se sitúa un 0,127 por 100 por encima del nuevo cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía el día 26 de 16 a 30 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 0,28 por 100 del cambio central al 0,52 por 100. (Acuerdos del I. E. M. E. 20, 23 y 26-II-73.)</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se emiten 6.000 millones de pesetas en títulos al portador, a tres meses de plazo y tipo de interés del 5 por 100, destinados exclusivamente a intermediarios financieros. Gozan de exención de impuestos sobre rentas de capital y transmisiones patrimoniales, pueden negociarse sin intervención de fedatario público, pero no son pignorable ni computables dentro del coeficiente de fondos públicos o de las reservas obligatorias. El producto de los bonos se ingresa en una cuenta del Tesoro abierta en el Banco de España, a cuyo cargo solo puede satisfacerse el reembolso de los títulos. (O. M. 25-I-73.)</p>
Marzo.	<p>COEFICIENTE DE CAJA: Se obliga a los bancos comerciales e industriales y a las cajas de ahorro a mantener diariamente el nivel de reservas exigido, a diferencia de la situación anterior, en que solo la media aritmética de los coeficientes mantenidos los días 6, 12, 18, 24 y último de mes debía alcanzar el mínimo legal. (O. M. 1-III-73 y Circulares núms. 4 y 75 del Banco de España, 5-III-73.)</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se emiten 4.000 millones, encomendándose al Banco de España su colocación en el mercado secundario. De hecho, el nuevo sistema supone emisiones continuas de bonos por el Banco de España a través de subastas diarias a tipo libre de interés, en sustitución de las anteriores emisiones periódicas realizadas por el Tesoro. Comienza a funcionar un mercado en el que interviene el Banco de España no solo vendiendo bonos, sino también comprándolos a tipo de interés variable. (O. M. 3-III-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se cierra el mercado de divisas el día 2, volviéndose a abrir el 20. (Acuerdos del I. E. M. E. 2 y 20-III-73.)</p>

Marzo.	<p>MONEDA EXTRANJERA: Se amplía, a partir del 15 de marzo de 1973, de seis a doce meses el período máximo que puede cubrirse con las operaciones del mercado de divisas a plazo. (Telegrama circular del I. E. M. E. a la banca delegada de 13-III-73.)</p> <p>PESETAS CONVERTIBLES: Se introduce una nueva reglamentación sobre las cuentas extranjeras en pesetas y los depósitos en el Banco de España. Se establece una distinción entre «cuentas extranjeras para pagos en España» (cuentas A), que solo pueden destinarse a satisfacer obligaciones de pago ante residentes, siendo intransferibles al exterior, y «cuentas extranjeras en pesetas convertibles» (cuentas B), entre las que se incluyen los antiguos depósitos en pesetas convertibles, que pueden utilizarse para efectuar pagos en España o para convertir en divisas, pero solo se acrecientan por cobros en pesetas, generados dentro del país, que tengan derecho a transferirse al exterior. Se permite la comunicación de las cuentas en el sentido B-A, pero no en la dirección A-B. Los bancos y cajas de ahorro siguen obligados a constituir depósitos en efectivo en el Banco de España, sin interés, equivalentes al 100 por 100 de los saldos de las cuentas A y sobre los incrementos de las cuentas B, por encima de una cantidad fija exenta. El cálculo de los aumentos se realiza día a día y de manera global para el conjunto de saldos de cada grupo de cuentas, sin que quepa compensación entre los diferentes grupos. Se mantienen vigentes las prohibiciones sobre pago de intereses. (O. M. 16-III-73.)</p>
Abril.	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se reducen los límites en 5.053 millones, fijándose en 10.351 millones. (Acuerdo del Banco de España.)</p>
Julio.	<p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos por razones estacionales, a corto plazo, a la banca, por un importe de 11.250 millones. (Acuerdo del Banco de España 25-IV-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del I.E.M.E. en el mercado de divisas de 58,02/32 a 56,73/57,33 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,72 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios se amplía de 30 a 60 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 0,52 por 100 del cambio central al 1,03 por 100. (Acuerdo del I. E. M. E. 19-VII-73.)</p> <p>TIPOS DE INTERES DEL BANCO DE ESPAÑA, BANCA, CAJAS DE AHORRO Y COOPERATIVAS DE CREDITO: Se eleva en 1 por 100, al 6 por 100, el tipo básico del Banco de España, afectando a todos los tipos, excepto los depósitos a la vista, que aumentan del 0,5 al 0,75 por 100; los de ahorro, que se elevan del 2 al 2,5 por 100, y los depósitos a más de dos años, que se fijan en el 6 por 100. Cesa la libertad de tipos de interés aplicables por la banca industrial a los depósitos a más de dos años, quedando equiparada, a estos efectos, con el resto de la banca, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, las cuales anteriormente solo podían captar esta clase de depósitos al tipo máximo fijado para las imposiciones a un año. (O. M. 26-VII-73.)</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LAS CAJAS DE AHORRO: Se elevan en 1 por 100 los de las operaciones activas con regulación especial. (O. M. 26-VII-73.)</p>
Agosto.	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta de 10.000 a 20.000 millones el límite máximo de bonos en circulación, autorizándose la emisión de títulos a uno y dos meses de plazo y tipos de interés nominales del 4 y 4,5 respectivamente, pagaderos en el momento de su reembolso. (O. M. 16-VII-73.)</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se acorta el plazo para la acomodación de las cajas a los coeficientes establecidos por O. M. de 31 de enero de 1973, limitándolo a dos períodos iguales correspondientes a 1973 y 1974. (O. M. 3-VIII-73.)</p>
Septiembre.	<p>TIPOS DE INTERES DEL CREDITO OFICIAL: Se elevan en 1 por 100 los de las operaciones inferiores al 5,5 por 100 y en 0,5 por 100 los restantes. Excepcionalmente se limita a 0,5 por 100 el aumento de ciertos préstamos agrícolas y se mantienen los tipos vigentes para las operaciones financiadas con recursos especiales y para las acciones concertadas de si-</p>

	<p>derurgia, minería del hierro, construcción naval y ganado vacuno. (Acuerdo del Consejo de Ministros 17-VIII-73.)</p>
Septiembre.	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta de 20.000 a 30.000 millones el límite máximo de bonos en circulación. (O. M. 19-IX-73.)</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LAS OBLIGACIONES: Se eleva el tipo nominal (neto) máximo autorizado de las obligaciones privadas no bancarias aptas para inclusión en las reservas obligatorias de los inversores institucionales del 7,25 al 7,75 por 100. (Decisión del Ministerio de Hacienda).</p> <p>CREDITO OFICIAL: Se decide la transferencia de depósitos de las E. O. C. en bancos privados al Banco de España. Estas transferencias (realizadas entre el 19 de septiembre y el 19 de octubre) suponen un montante total de 4.375 millones de pesetas. (Decisión del Ministerio de Hacienda). (I. C. O.).</p>
Octubre.	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se reducen los límites de la banca en 3.937 millones de pesetas, fijándose en 6.409 millones. De todas formas, en el caso de algunos bancos la reducción total no se hace efectiva hasta el término de noventa días. (Acuerdo del Banco de España 13-X-73.)</p>
Noviembre.	<p>BONOS DEL TESORO: El total de bonos del Tesoro en circulación fuera del Banco de España descende, por amortizaciones o por compras del Banco, en 20.964 millones de pesetas. (Acuerdos del Banco de España.)</p>
Diciembre.	<p>ORDENACION ECONOMICA: Se adopta un conjunto de medidas coyunturales de política económica, incluidas actuaciones sobre precios, rentas, gasto público, impuestos, concentración de empresas y mercado de capitales, destinadas a frenar el proceso inflacionista y asegurar la continuidad del desarrollo. Se limitan hasta el 31 de diciembre de 1974 todas las elevaciones de precios, la distribución de dividendos y rentas de capital y las mejoras salariales convenidas colectivamente, mientras el Gobierno, por su parte, se compromete a no aumentar los gastos consuntivos expresados en el presupuesto. Se modifican diversos impuestos, se restablece la vigencia de la Ley de 23 de diciembre de 1961 de Regularización de Balances, texto refundido de 2 de julio de 1964, y del apoyo fiscal a la inversión, regulado por Decreto-ley de 1 de diciembre de 1974, aunque aplicado solamente a determinados sectores, se impulsa la concentración de empresas y se autoriza al Gobierno para agilizar el funcionamiento de las bolsas. (D. L. 30-XI-73.)</p> <p>COEFICIENTES DE CAJA E INVERSION: Se excluyen de los recursos ajenos computables para el cálculo de los coeficientes de caja e inversión los fondos depositados por las cajas de ahorro en los bancos, con lo cual ambos coeficientes se reducen prácticamente. (O.M. 4-XII-73.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/57,33 a 56,73/57,60 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,48 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 60 a 87 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 1,03 por 100 del cambio central al 1,50 por 100. (Acuerdo del Banco de España 6-XII-73.)</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: Se reduce el correspondiente a la banca comercial del 7,50 al 6,75 por 100 durante el período del 13 de diciembre de 1973 al 11 de enero de 1974; se compensa de este modo el efecto sobre la liquidez bancaria del aumento del efectivo en manos del público de la segunda quincena de diciembre y la consecutiva disminución en los primeros días de enero. (Circular núm. 81 del Banco de España 10-XII-73.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se eleva el coeficiente de los bancos comerciales y mixtos y del Banco Exterior del 21 al 22 por 100 y del 7 al 8 por 100 para los bancos industriales, disminuyéndose del 14 al 13 por 100 el porcentaje mínimo de fondos públicos y que afecta a los comerciales y mixtos. Se establece un calendario para que los bancos, en el plazo de cuatro meses, de enero a abril de 1974, se adapten</p>

	<p>a las nuevas obligaciones mediante sucesivas aproximaciones del 0,25 por 100. (O. M. 27-XII-73.)</p>
1974	
Enero.	<p>BONOS DEL TESORO: Se autoriza su emisión durante 1974 hasta el mismo límite de 30.000 millones vigente anteriormente, permitiéndose la entrada en el mercado de las compañías de seguros. (O. M. 7-I-74.)</p> <p>BONOS DEL TESORO: La D. G. T. y P. aclara que el plazo de vigencia de las emisiones a 1, 2 y 3 meses debe entenderse de 30, 60 y 90 días naturales. (Resolución de la D. G. T. y P. 11-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/57,60 a 56,73/57,80 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,31 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 87 a 107 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 1,50 por 100 del cambio central al 1,84 por 100. (Acuerdo del Banco de España 15-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/57,80 a 56,73/58,00 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 1,14 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 107 a 127 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 1,84 por 100 del cambio central al 2,19 por 100. (Acuerdo del Banco de España 16-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se modifican los cambios de intervención del Banco de España en el mercado de divisas de 56,73/58,00 a 56,73/58,65 pesetas por dólar, con lo cual la media de estos últimos se sitúa un 0,58 por 100 por debajo del cambio central. El margen entre los cambios de intervención comprador y vendedor se amplía de 127 a 192 céntimos de peseta por dólar, es decir, del 2,19 por 100 del cambio central al 3,31 por 100. (Acuerdo del Banco de España 18-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se cierra el mercado de divisas el día 21, abriéndose el 22. (Acuerdo del Banco de España 21-I-74.)</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se decide, ante la continuada apreciación del dólar en el mercado de divisas, iniciar una política de flotación independiente de la peseta. Las autoridades españolas denuncian ante el F. M. I. su compromiso de intervenir en el mercado del dólar, desligando la cotización de la peseta de las bandas de fluctuación del 2,25 por 100 sobre el tipo central admitidas en los acuerdos de Washington. (Acuerdo de la Comisión Interministerial de Reservas 21-I-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se concede autorización general a los bancos para cederse entre sí efectos y créditos especiales computables en el coeficiente, instándose además al exacto cumplimiento del mismo. (Circular núm. 82 del Banco de España 10-I-74.)</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites, a partir del día 29, en 5.118 millones, fijándose en 11.536 millones. (Acuerdo del Banco de España 25-I-74.)</p>
Febrero.	<p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos a la banca a corto plazo que alcanzan, a fin de mes, un saldo vivo de 2.500 millones. (Acuerdos del Banco de España.)</p> <p>COEFICIENTES DE INVERSION: Se incluyen entre los fondos públicos computables en el coeficiente de inversión las consignaciones voluntarias efectuadas por los bancos en la</p>

Febrero.	<p>Caja General de Depósitos (C. G. D.). De acuerdo al reglamento de la Caja, aprobado por R. D. 19-XI-29, las consignaciones devengan desde el día de su imposición los siguientes intereses: a un mes, 1 por 100; a tres meses, 1,50 por 100; a seis meses o más, 2 por 100. (O. M. 20-II-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: Se sustituye el mecanismo introducido por la O. M. 1-III-73 y Circulares núms. 4 y 75 del Banco de España, 5-III-73, que obligaba a los bancos comerciales e industriales y a las cajas de ahorro a mantener diariamente el nivel de reservas exigido, por un sistema de cálculo basado en los promedios periódicos de cada decena natural, sin que ningún día de la misma puedan bajar de unos porcentajes del 6,50 para la banca comercial y del 3,50 para las cajas de ahorro, ni puedan tampoco promediar los excesos de reservas que mantengan por encima del 8,50 y 4,50, respectivamente. Los activos de cobertura mantenidos diariamente por los bancos industriales no deben bajar en más de un 15 por 100 respecto de los mínimos legales, no computándose a efectos del promedio los que excedan del 15 por 100 de los mínimos legales. (O. M. 20-II-74 y Circulares núms. 8 y 85 del Banco de España 22-II-74.)</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites, a partir del día 25, en 5.115 millones, fijándose en 16.650 millones. El acuerdo preveía un aumento de las líneas de redescuento ordinario a finales de febrero y otro a finales de marzo; sin embargo, el día 12 de marzo se comunicó a la banca que se anticipaba el aumento del día 28 al 12 y que se concedía uno nuevo, por el mismo valor, el día 28. (Acuerdo del Banco de España 22-II-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se regulan las peticiones de cédulas para inversiones por la banca, disponiendo que se formulen el día 15 de cada mes y que sean acompañadas del ingreso anticipado del importe nominal solicitado. (O. M. 23-II-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se acortan los plazos de cobertura concedidos a los bancos para el cumplimiento del coeficiente de 30 días a 15, obligando a los que no lo tuvieran cubierto totalmente a fin de mes a obtener activos calificados suficientes a más tardar el día 15 del mes siguiente, o proceder a completarlo, de acuerdo a las O. M. de 20 y 23-II-74, mediante la suscripción de cédulas de inversión o mediante consignaciones de efectivo en la Caja de Depósitos. La D. G. T. y P. hace saber que no satisfará peticiones de cédulas por importe superior al déficit que cada banco tuviera en la cobertura del porcentaje de fondos públicos, excluidas las consignaciones voluntarias en la C. G. D. (Circular núm. 86 del Banco de España 26-II-74.)</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se acortan los plazos concedidos para el cumplimiento de los coeficientes de inversión de tres meses a un mes. (Circular núm. 9 del Banco de España 26-II-74.)</p>
Marzo.	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplían los límites en 5.666 millones, a partir del día 12, y se vuelven a ampliar en otros 5.666 millones, a partir del 28, fijándose en 27.982 millones. (Acuerdo del Banco de España, comunicado a la banca el 12-III-74.)</p> <p>TARIFAS BANCARIAS: Se simplifican las tarifas de comisiones mínimas aplicables a los servicios bancarios. (O. M. 4-III-74.)</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION: Se autoriza a la banca la inclusión en el coeficiente de los créditos concedidos a los astilleros con objeto de financiar el capital circulante correspondiente a sus entregas de buques a armadores nacionales. Los créditos tienen como límite el 20 por 100 del valor de los buques entregados el año precedente, deducidas la prima a la construcción y la desgravación fiscal correspondiente. (D. 7-III-74 y O. M. 21-III-74.)</p>
Abril.	<p>COEFICIENTE DE CAJA DE LA BANCA COMERCIAL: Se eleva del 7,50 al 7,75 por 100 durante la primera decena de mayo y del 7,75 al 8 por 100 a partir de la segunda. El límite mínimo de cumplimiento y el máximo para el cómputo se establecen en el 7 y 9 por 100, respectivamente. (Circular núm. 89 del Banco de España 27-IV-74.)</p>

<p>Abril.</p>	<p>TIPOS DE INTERES DE LAS CAJAS DE AHORRO: Se obliga a las cajas a publicar los tipos de interés máximos, incluidas comisiones, de los créditos de carácter general formalizados por plazo superior a tres años y los tipos preferenciales, tanto de las operaciones de carácter general como de regulación especial, sin que se puedan aplicar condiciones inferiores a dichos tipos privilegiados. (Circular núm. 10 del Banco de España 2-IV-74.)</p> <p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos a la banca a corto plazo que alcanzan, a fin de mes, un saldo vivo de 4.350 millones. (Acuerdos del Banco de España.)</p>
<p>Mayo.</p>	<p>CREDITOS PERSONALES: Se conceden créditos a la banca a corto plazo que alcanzan, a final de mes, un saldo vivo de 26.420 millones. (Acuerdos del Banco de España.)</p>

(a) Para un período más dilatado, véase J. M. Olarra «Medidas de Política Monetaria Adoptadas en el Período 1957-1973», colección de Estudios Económicos, serie A, núm. 5, Servicio de Estudios del Banco de España.

